



UNIVERSIDAD AUTÓNOMA DE MADRID

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

DEPARTAMENTO DE ESTRUCTURA ECONÓMICA

Y ECONOMÍA DEL DESARROLLO

La crisis de la Unión Monetaria Europea: causas institucionales

Tesis doctoral

Autor: Emilio J. González

Director: Donato Fernández Navarrete

Madrid, mayo de 2011

*L'Europe se fera dans les crises et elle sera la
somme des solutions apportées à ces crises*

Jean Monnet

Índice

1.- Introducción y metodología

1. Antecedentes y justificación de la investigación
2. Objetivos generales y específicos
3. Hipótesis a contrastar
4. Metodología
5. Contenido y organización
6. Conclusiones

2.- Desarrollo de la crisis económica

1. Evolución de la crisis
2. Las particularidades del caso europeo

3.- Estructura de una unión monetaria

1. Concepto de unión monetaria
2. Estructura institucional
3. Integración de los mercados financieros
4. Integración fiscal
5. Políticas de estabilización y redistribución
6. Supervisión del sistema financiero
7. Limitaciones de la teoría y ampliación del modelo

4.- El diseño institucional de la UE

1. La Unión Europea como sistema federal
2. División de competencias en los sistemas federales
3. Análisis comparativo de sistemas federales

5.- El proceso de integración monetaria

1. Las primeras propuestas
2. La ‘serpiente monetaria’
3. El Sistema Monetario Europeo
4. La Unión Monetaria Europea

6. Federalismo y bancos centrales

1. Características institucionales
2. Objetivos de los bancos centrales
3. Independencia política y operativa
4. Supervisión del sistema bancario
5. Gestión de crisis bancarias
6. El BCE y el SEBC frente a la crisis
7. Medidas no convencionales y reformas
8. Lo que queda por hacer

7.- Integración financiera

1. Integración de los mercados monetarios
2. Integración de los mercados nacionales
3. Inversión directa, fusiones y adquisiciones
4. Integración y balanza de pagos
5. Diversificación de riesgos

8. Integración fiscal

1. Presupuesto y proceso presupuestario
2. Principios presupuestarios
3. Funciones del presupuesto
4. Ingresos presupuestarios
5. Gastos presupuestarios
6. Relaciones fiscales intergubernamentales

7. El Pacto de Estabilidad y Crecimiento

8. Convergencia fiscal

9. Respuestas ante la crisis

10. ¿Integración política?

9.- Conclusiones

10.- Bibliografía

1. Introducción y metodología

El objetivo de esta tesis es demostrar que las deficiencias en la arquitectura institucional de la Unión Monetaria Europea han jugado un papel fundamental en la formación y desarrollo de la crisis de la zona euro y realizar propuestas para completar y mejorar el entramado institucional de la misma.

La Unión Monetaria Europea tiene una estructura institucional muy particular. En cualquier país del mundo que no pertenezca a la misma, la política monetaria y la política fiscal se ejecutan en el mismo nivel, esto es, el nacional. En cambio, en el caso de la zona euro, mientras la política monetaria se desarrolla a nivel comunitario, la política fiscal sigue siendo competencia de los estados miembros. Es más, en la zona euro no solo se produce una disociación entre los ámbitos geográficos de las políticas monetaria y fiscal, sino que tampoco existe una autoridad fiscal de naturaleza supranacional que complemente al Banco Central Europeo y permita una coordinación efectiva de las políticas monetarias y fiscales a escala comunitaria. Lo mismo cabe decir para las restantes políticas económicas. Como resultado de ello, mientras en la zona euro una cuestión tan importante para la estabilidad macroeconómica como es la fijación de los tipos de interés se establece a nivel de la unión, la política de estabilización macroeconómica, por el contrario, se circunscribe al ámbito nacional. Esta peculiaridad de la Unión Monetaria Europea no se reproduce en ningún otro país fuera de la misma, ni siquiera en los estados que se estructuran como una federación.

Lo mismo cabe decir en relación con los mecanismos de integración de una unión monetaria. En los países estructurados como una federación, el presupuesto del Gobierno federal actúa como elemento de integración, a través de las transferencias interterritoriales y de los mecanismos de apoyo a los gobiernos estatales/regionales y locales en tiempos de crisis. En la Unión Monetaria Europea, por el contrario, ese mecanismo de integración se limita a las transferencias relacionadas con la política agrícola común y/o con la política regional o de cohesión, las cuales no forman parte del ámbito competencial de la zona euro, sino de una unidad mayor de la que ésta forma

parte: la Unión Europea. Esas transferencias, además, no están concebidas como mecanismo de estabilización en caso de crisis de la zona euro o de alguno de sus estados miembros ni se pueden emplear con tal fin. Por consiguiente, los mecanismos que realmente vertebran y unifican la zona euro son los relacionados con la integración financiera y con la integración comercial derivada del Mercado Único, si bien esta última está más relacionada con el papel Mercado Único como pilar básico de la arquitectura de la Unión Europea que con el propio proyecto de integración monetaria.

De la misma forma, mientras la política monetaria de la zona euro se distingue por su carácter supranacional, todo lo relativo a la regulación y supervisión del sistema crediticio, en cambio, se desarrolla a nivel nacional, dentro de los mínimos que establece la normativa comunitaria en estas materias. De esta manera, mientras en los países que no forman parte de la Unión Monetaria Europea coexisten una autoridad monetaria y una autoridad de supervisión del sistema bancario a nivel nacional, que en muchos casos coinciden en una misma institución, el banco central, en la zona euro se produce una asimetría institucional, en tanto en cuanto las competencias en materia de supervisión siguen estando en manos de los estados miembros, con todo lo que ello implica, incluido el rescate de entidades crediticias en crisis. De la misma forma, en la zona euro no existe una institución o instituciones supranacionales para gestionar crisis financieras que estén a la altura del Banco Central Europeo. Por el contrario, esas instituciones y esas responsabilidades siguen estando en el ámbito nacional.

En consecuencia, la estructura institucional de la Unión Monetaria Europea representa un caso único que no se reproduce en ningún otro país del mundo, ni siquiera en aquellos estados que se han constituido como una federación. En todos ellos hay un gobierno económico federal, con más o menos instituciones, pero que, en cualquier caso, cuenta con instituciones federales para el establecimiento de la política monetaria, el diseño y ejecución de la política fiscal y las demás políticas económicas, entre ellas las de estabilidad macroeconómica, para la supervisión del sistema crediticio y para la gestión de crisis financieras. Esas entidades de gobierno económico, además, tienen una responsabilidad ante las instituciones de gobierno democrático, en especial ante el Parlamento, como depositario de la soberanía nacional. Ese, sin embargo, no es el caso en la zona euro.

Los mecanismos de gestión de la Unión Económica y Monetaria también forman parte del catálogo de peculiaridades del caso europeo. En los países federales no existe representación de las unidades constitutivas en los órganos de gobierno federal, sino que ésta se articula a través de una cámara de representación territorial. En consecuencia, las decisiones relacionadas con la unión monetaria son adoptadas por instituciones a nivel federal que representan los intereses del conjunto de la unión, sin que haya lugar a que se entremezclen con los intereses particulares de cada unidad constitutiva. En el caso de la zona euro, en cambio, todos los estados miembros están presentes en las instituciones de gobierno de la misma, y aunque en el caso del Banco Central Europeo se limita el número de votos mediante el sistema de rotación que estableció la *Decisión del Banco Central Europeo, de 19 de marzo de 2009, que modifica la Decisión BCE/2004/2 por la que se adopta el Reglamento interno del Banco Central Europeo (BCE/2009/5)*¹, en el Consejo Europeo, que constituye el máximo órgano de gobierno de la Unión Europea, todos ellos están presentes y, además, la mayor parte de las decisiones que afectan a la Unión Monetaria Europea han de tomarse por unanimidad. Todo ello obliga a un proceso permanente de negociación multilateral con el fin de poder llegar a los acuerdos necesarios, los cuales, debido a este proceso de negociación entre intereses no siempre convergentes, resultan, en muchos casos, acuerdos de mínimos y no con el grado de amplitud que pudieran requerir las circunstancias. En consecuencia, todo lo relativo a la gestión de la Unión Monetaria Europea, con la excepción relativa de la política monetaria, se caracteriza por conformar un sistema de cooperación intergubernamental, que contrasta con los modelos jerárquicos de los países federales, en los cuales el Gobierno federal gestiona todo lo referente a la unión monetaria mediante instituciones en las que la presencia de las unidades constitutivas es minoritaria (la Reserva Federal estadounidense o el Bundesbank alemán) o nula (el Tesoro norteamericano o los ministerios de Economía y Finanzas germanos).

El listado de particularidades de la Unión Monetaria Europea se cierra con una de carácter constitucional. En todos los países que no pertenecen a la misma, el ámbito geográfico de sus constituciones coincide con el de sus uniones monetarias. En cambio, la Unión Monetaria Europea se imbrica en una entidad más amplia, la Unión Europea, cuyos tratados conforman una suerte de Constitución que se aplica no solo a la zona euro sino a un ámbito geográfico mayor, el del conjunto de la UE. Dichos tratados

¹ Diario Oficial de la Unión Europea Nº L 100, de 18 de abril de 2009

contienen la normativa fundamental por la que se rige la Unión Monetaria Europea. Para poder operar cambios en la misma, es preciso, en muchas ocasiones, modificar los tratados, lo cual puede requerir el voto unánime del conjunto de miembros de la Unión Europea, pertenezcan o no a la zona euro. Además, hay casos en los que la modificación de la normativa comunitaria para adaptarla a las necesidades de la Unión Monetaria Europea no implica problemas si se establecen cláusulas de excepción en su aplicación para los países que no formen parte de la misma. En otras ocasiones, sin embargo, estos mismos países pueden bloquear la modificación de la normativa existente, o la creación de una normativa nueva, si consideran que juega en contra de sus intereses. Este fue el caso, a mediados de la década pasada, cuando los países de la zona euro quisieron que el Eurogrupo –los ministros de Economía y Finanzas de los estados miembros del euro- se articulase como contrapeso político al Banco Central Europeo. A los británicos eso no les interesaba porque suponía, *de facto*, que el Eurogrupo se convirtiera en la institución de gobierno económico no solo de la zona euro, sino del conjunto de la UE, y bloquearon este proyecto alegando que los tratados no contemplaban semejante figura institucional. En consecuencia, a lo más que se llegó fue al reconocimiento por parte del Tratado de Lisboa del Eurogrupo como órgano informal de coordinación de las políticas económicas de los estados miembros del euro, de acuerdo con lo dispuesto en el Protocolo nº 14 de los tratados europeos.

A pesar de ello, la Unión Monetaria Europea representa la culminación y el cierre del proceso de integración económica de la Unión Europea. Desde su puesta en marcha, el 1 de enero de 1999, diecisiete de los veintisiete estados miembros de la UE han renunciado a su soberanía monetaria y han adoptado el euro como su moneda. Durante sus primeros años de vida, la zona euro ha sido un área monetaria estable. Las fuerzas y procesos que desencadenó la crisis financiera internacional, sin embargo, sacaron a la luz los problemas subyacentes de la Unión Monetaria Europea, que, hasta ese momento, no se habían tenido en cuenta, hasta el punto de que los mercados y algunos académicos llegaron a cuestionarse la continuidad del euro, o, al menos, la integridad de la Unión Monetaria Europea. Según Eichengreen,

The crisis led to suggestions that a country experiencing a severe banking crisis and incurring high costs of bank recapitalization might feel impelled to abandon the euro. If such costs were to exceed the fiscal capacity of the state, a government and its central bank might resort to the inflation tax to augment that

fiscal capacity. Levying the inflation tax at the national level presupposes the existence of a national currency. Hence, a state in these dire straits might feel impelled to abandon the euro and to reintroduce its national unit².

El escenario contemplado por Eichengreen es el que los mercados estimaban que podría darse en España, Irlanda, Italia y Portugal. No obstante, los mayores temores de ruptura de la zona euro vinieron asociados con la crisis fiscal de Grecia y los esfuerzos para buscar una quiebra ordenada del país. En Estados Unidos, el país donde se originó la crisis financiera internacional, algunos estados, en especial California, se vieron también inmersos en una situación de bancarrota. Sin embargo, en ningún momento, y a diferencia del caso de la Unión Europea, nadie puso en cuestión la continuidad de la unión monetaria estadounidense porque su estructura institucional es muy distinta a la de la Unión Monetaria Europea. La crisis financiera internacional, por tanto, ha puesto a prueba el entramado institucional de la zona euro, que no ha conseguido superarla en la forma en que tendría que haberlo hecho.

1. Antecedentes y justificación de la investigación

Desde que, en 1961, Mundell publicó su artículo seminal sobre las áreas monetarias óptimas se ha desarrollado una literatura muy extensa en torno a los criterios económicos que debe satisfacer una unión monetaria para funcionar bien. Sin embargo, a pesar de la ingente cantidad de trabajos publicados sobre el tema, muy pocos de ellos abordan la cuestión de cuál debe ser la estructura institucional más adecuada para que una unión monetaria pueda funcionar bien. Kenen apuntó en 1969 la idea de que, en ausencia de movilidad del factor trabajo, una unión monetaria necesitaría de un sistema de transferencias fiscales supranacionales para suavizar el impacto de un choque asimétrico³ que se produzca en uno o varios estados miembros de la unión monetaria. Ingram (1962, 1969 y 1973) y Mundell (1973), por su parte, propusieron la integración de los mercados financieros para evitar problemas de financiación de déficit de balanza de pagos y para establecer a través de ellos un sistema de diversificación de riesgos en el seno de la unión monetaria. En 1976, Allen, en un extenso trabajo titulado

² Eichengreen (2010), p. 45

³ Por choque asimétrico se entiende una crisis económica que afecta a uno o varios países miembros de una unión monetaria, pero no al conjunto de la misma.

Organization and Administration of a Monetary Union, sentó las bases de lo que debería ser la arquitectura institucional de una unión monetaria para que ésta funcione bien. Además de asumir las ideas de Kenen, Ingram y Mundell, Allen cree necesario que una unión monetaria tenga un banco central independiente, organizado como un sistema federal de bancos centrales, y una política monetaria únicas; cuente con una autoridad fiscal supranacional capaz de realizar transferencias a países en crisis, de emitir deuda y de manejar algunos impuestos, de acuerdo con los principios del federalismo fiscal; se dote de mecanismos para coordinar la política monetaria de la unión con las políticas fiscales nacionales y se coordinen las políticas crediticias de los estados miembros. A partir de entonces no se produjeron más aportaciones de relevancia, excepto las de Padoa-Schioppa (1990 y 1999) en relación con la armonización de las normas relativas a la supervisión financiera y la coordinación de las autoridades nacionales encargadas de la misma.

La crisis de la Unión Monetaria Europea ha dado lugar a una gran cantidad de nueva literatura sobre las uniones monetarias, pero ninguno de los textos se ha centrado en los elementos institucionales de la zona euro y, si ha tratado la cuestión, ha sido de forma parcial y tangencial. En consecuencia, las carencias teóricas en relación con la arquitectura institucional de una unión monetaria siguen sin corregirse, lo que justifica esta tesis doctoral.

Más en concreto, la propuesta de esta tesis es que el entramado teórico institucional de una unión monetaria debería completarse con organismos de supervisión financiera a escala de la unión y, sobre todo, con instituciones comunes para gestionar crisis financieras. Quienes estudiaron las instituciones con que debería dotarse una unión monetaria no tuvieron en cuenta estas cuestiones por varias razones. En primer lugar, los estudios de los años 60 y 70 se desarrollaron en un contexto en el que la libertad de movimientos de capitales se encontraba muy restringida. Todavía no se había producido la liberalización de la misma que tuvo lugar a partir de comienzos de la década de los 80 y, desde luego, los estudiosos no podían ni imaginar que el desarrollo de las tecnologías de la información y las comunicaciones, unido a la propia liberalización de los movimientos de capitales, iban a dar lugar a la globalización de la actividad financiera. En segundo término, desde la Gran Depresión no se produjo crisis financiera alguna en los países desarrollados. Por el contrario, las que tuvieron lugar ocurrieron en los países en desarrollo y siempre fueron de carácter local. En

consecuencia, estos autores eran completamente ajenos a la posibilidad de que pudieran darse crisis financieras internacionales y, por supuesto, que pudieran poner en peligro la estabilidad financiera de una unión monetaria. Por ello no se preocuparon de las cuestiones relacionadas con la supervisión macroprudencial para el conjunto de una unión monetaria ni por la forma en que habría que afrontar las crisis financieras que pudieran producirse y poner en peligro la estabilidad financiera de la unión. En cuanto a los estudios más recientes, éstos han sido realizados por personas como Padoa-Schioppa, muy vinculadas con las instituciones comunitarias y, por tanto, que han tenido en cuenta en sus propuestas la resistencia de los estados miembros de la Unión Monetaria Europea a realizar transferencias de soberanía nacional a las autoridades comunitarias más allá de las estrictamente necesarias, y, a veces, ni eso, tal y como se demostrará en esta tesis.

2. Objetivos generales y específicos

El objetivo de esta tesis doctoral consiste en demostrar que la transformación de la crisis financiera internacional en crisis de la Unión Monetaria Europea se debió, fundamentalmente, a los elementos institucionales que caracterizan a la zona euro y, a partir de la experiencia de la zona euro, que es un buen laboratorio para observar el funcionamiento de una unión monetaria, justificar la necesidad de que el modelo teórico institucional se complete con la creación de organismos supranacionales de supervisión financiera y de mecanismos de gestión de crisis financieras a escala de la unión.

De manera más específica, esta tesis demostrará que, aunque con anterioridad al estallido de la crisis financiera en 2007, los estados miembros de la Unión Monetaria Europea más castigados por la crisis habían acumulado importantes desequilibrios macroeconómicos que pueden explicar su situación, bajo dichos desequilibrios subyace un funcionamiento inadecuado del entramado institucional de la zona euro. De la misma forma, se demostrará que las características institucionales de la Unión Monetaria Europea van a ser el elemento que explique la transformación de la crisis financiera internacional en crisis de la zona euro, puesto que dichas características institucionales impidieron a la Unión Monetaria Europea gestionar la crisis de forma adecuada. Igualmente se demostrará que, a pesar de las reformas en el entramado institucional de la Unión Monetaria Europea que se han adoptado a partir de 2009, sigue siendo

necesario completar el cuadro institucional en el sentido apuntado en el párrafo anterior. Igualmente, esta tesis pretende demostrar que en el entramado institucional existente en la Unión Monetaria Europea antes de la crisis existen deficiencias que han impedido un funcionamiento adecuado del mismo cuando llegaron los tiempos de dificultades. Más en concreto, se trata de la capacidad limitada del Banco Central Europeo para proteger la estabilidad financiera de la zona euro, debido a la visión estrecha de las funciones de un banco central que le imponen los tratados europeos; de la incapacidad del Sistema Europeo de Bancos Centrales para gestionar los excesos de liquidez y crédito que tuvieron lugar en los años previos a la crisis y para hacer que los bancos centrales de aquellos países donde se produjeron burbujas inmobiliarias utilizaran los medios a su disposición para frenarlas y de la segmentación en mercados nacionales, e incluso regionales, que aún persiste en el sector de la banca minorista de la zona euro, que impide la adopción de soluciones de mercado a escala de la unión monetaria para afrontar crisis bancarias. Por último, y en relación con el gobierno económico de la zona euro, aunque el Pacto de Estabilidad y Crecimiento permitió a todos los países de la Unión Monetaria Europea, excepto a Grecia y Portugal, que lo incumplieron, afrontar la crisis con mayores márgenes para la actuación de los estabilizadores automáticos, esta tesis demostrará que una de las carencias importantes ha sido la ausencia de mecanismos para controlar la evolución de otras variables macroeconómicas importantes, como los saldos de las balanzas de pagos, a las que el entramado institucional no ha prestado atención hasta que la crisis estalló.

3. Hipótesis a contrastar

Las hipótesis a contrastar son las siguientes:

- Qué la arquitectura institucional de la Unión Monetaria Europea es insuficiente para el buen funcionamiento de la misma y necesita completarse.
- Que el entramado institucional existente ha funcionado de forma deficiente en la formación y desarrollo de la crisis.
- Que para que funcione bien la Unión Monetaria Europea es necesario crear instituciones formales en vez de reglas.
- Que el origen de los problemas reside en la tendencia histórica de férrea resistencia de los estados miembros a transferir soberanía nacional a las

autoridades comunitarias que caracteriza a todo el proceso de integración monetaria europea.

- Que las reformas que se han puesto en marcha desde 2009, aunque van en la buena dirección, son insuficientes.

4. Metodología

El enfoque metodológico de este trabajo se basa en el análisis histórico, puesto que la estructura institucional de la Unión Monetaria Europea y sus deficiencias son, como se demostrará, fruto de tendencias históricas observadas desde el mismo momento en que se creó la Comunidad Económica Europea, en 1957, y en el análisis estructural, en tanto en cuanto comprende el conjunto de la realidad económica, y no solo sus partes. Esa realidad, en el caso de la Unión Monetaria Europea, solo se puede captar de forma adecuada mediante el estudio de sus elementos relevantes y de las interrelaciones entre ellos. Asimismo, el enfoque estructural permite tomar en consideración aspectos de la realidad económica que no siempre son cuantificables como los políticos, los sociales, los institucionales, los históricos, etc., pero que resultan de importancia capital para entender la misma.

Encuadrado dentro del análisis estructural, también se va a emplear el análisis comparativo. Como la Unión Monetaria Europea es un proceso único en la Historia, que no se puede comparar con uniones monetarias anteriores, como la Unión Monetaria Latina o la Unión Monetaria Escandinava, debido a que las características de los sistemas monetarios de aquella y estas son completamente distintas –el de la zona euro viene definido por un patrón fiduciario mientras que los otros se basaban en el patrón oro o en el bimetalismo–, los referentes que se van a tomar para realizar el análisis son los países con una larga tradición federal y, en especial, Estados Unidos. Las razones para ello son sencillas. En primer lugar, la Unión Monetaria Europea tiene muchos elementos propios de una federación ya que, como señala Schwok,

La mise en place du marché intérieur et de la monnaie unique, le développement de nouvelles politiques environnementales, sociales, éducatives et sécuritaires ont démultiplié les mécanismes de décision. Le nombre d'acteurs significatifs à l'intérieur de l'object politique européen s'est ainsi accru de manière

*significative. L'UE a commencé à ressembler beaucoup plus à un État fédéral qu'à une organisation internationale*⁴,

si bien no llega a conformar un Estado federal como en el caso de EE.UU. En segundo término, el proceso de formación tanto de Estados Unidos como de la Unión Europea viene definido por el federalismo por concentración o federalismo integrativo⁵. En tercer lugar, el proceso de formación de la unión monetaria estadounidense guarda muchos paralelismos con el de la integración monetaria europea, que se estudia en el capítulo 5, en relación con la resistencia a la cesión de soberanía a las autoridades comunitarias, en el caso europeo, y a las federales, en el estadounidense. Fundamentalmente, los estados temían la expansión del poder federal a expensas del suyo propio y se negaron a transferir soberanía a aquél. Las objeciones fundamentales se refirieron a la constitución de un banco central. Dicha institución, el Banco de los Estados Unidos, se creó en 1791, pero en 1836 fue obligado a convertirse en un banco estatal y fue liquidado en 1841. El país tendría que esperar hasta 1913 para volver a tener un banco central, la Reserva Federal, si bien su misión original no fue ésta sino la de actuar como prestamista de último recurso. Además, hasta la Gran Depresión, EE.UU. no se dotó de un mecanismo de transferencias fiscales interterritoriales. Por último, Estados Unidos tiene una larga experiencia en relación con las crisis financieras, que ha incorporado al entramado institucional de su unión monetaria. La creación de la Reserva Federal en 1913, por ejemplo, fue fruto de la experiencia de la crisis bancaria de 1907, de la misma forma que la puesta en marcha de un mecanismo de transferencias fiscales y de una normativa sobre supervisión del sistema financiero, con sus consiguientes instituciones, durante la Gran Depresión se deriva de las crisis bancarias que tuvieron lugar durante la misma. En consecuencia, Estados Unidos es un buen referente para realizar el análisis comparativo.

Como elemento de referencia teórica para el análisis se tomará la parte de la teoría de las áreas monetarias óptimas dedicada al estudio de las instituciones necesarias para el buen funcionamiento de la unión monetaria europea. También se emplearan como herramientas de análisis la teoría cuantitativa del dinero, la regla de Taylor, el modelo IS-LM, porque sus resultados son los mismos que los que depara el modelo

⁴ Schwok (2005), p. 125

⁵ El federalismo por concentración o federalismo integrativo se produce cuando varios estados independientes deciden asociarse en una unión de naturaleza federal.

Mundell-Fleming aplicado a una gran economía abierta, y el modelo Mundell-Fleming ampliado por Dornbusch, así como la ecuación fundamental de la sostenibilidad de la deuda pública.

5. Contenido y organización

La tesis se estructura de la siguiente forma. El capítulo 2 estudia la crisis financiera internacional, las particularidades del caso europeo y la forma en que la Unión Monetaria Europea internalizó la misma. El capítulo 3 se dedica a la exposición de los fundamentos teóricos sobre la estructura institucional de una unión monetaria y en él se analiza por qué son necesarios los elementos que propone la teoría. Además, dado que la teoría concede una gran importancia a la integración fiscal, en este capítulo se estudian también los principales postulados del federalismo fiscal como referente para articular dicha integración. Por último, el capítulo se cierra con una primera propuesta para completar la arquitectura institucional de la Unión Monetaria Europea a raíz de la experiencia de la crisis. El capítulo 4 se centra en el diseño institucional de la Unión Europea y se compara el mismo con el de los países de larga tradición federal, con el fin de detectar las primeras carencias del modelo institucional de la zona euro. El capítulo 5 investiga el origen de las limitaciones y carencias institucionales de la zona euro a través del análisis histórico del proceso de integración monetaria europeo para averiguar cuáles son los patrones que caracterizan al mismo desde la perspectiva de las instituciones. El capítulo 6 estudia el Banco Central Europeo y el Sistema Europeo de Bancos Centrales y los compara con la Reserva Federal estadounidense y el Deutsche Bundesbank antes de que Alemania se incorporase a la Unión Monetaria Europea. El análisis incluye la regulación de estas instituciones, de sus funciones y de sus actuaciones, con el fin de detectar las carencias institucionales de la zona euro. También estudia los posibles errores en la articulación de la política monetaria común por parte del BCE y el SEBC, así como las actuaciones de ambas instituciones y de la Reserva Federal frente a la crisis financiera. El capítulo 7 estudia el proceso de integración financiera de la zona euro, para detectar las posibles deficiencias en el mismo que pudieran tener relación con la crisis de la Unión Monetaria Europea y las respuestas a la misma. El capítulo 8, a su vez, se centra en la integración fiscal y la forma en que las importantes limitaciones en este terreno explican la crisis de la zona euro. También se

analizan las medidas relacionadas con ella que se han adoptado desde 2009 y la insuficiencia de las mismas. Por último, el capítulo 9 recoge las conclusiones de la tesis.

6. Conclusiones

Las principales conclusiones que se extraen de la tesis son las siguientes. El marco institucional de la Unión Monetaria Europea es incompleto y debe completarse con la creación de verdaderas autoridades europeas de supervisión y, sobre todo, de una institución para gestionar crisis financieras a escala europea. Las debilidades institucionales de la zona euro proceden de la resistencia manifestada por los estados miembros a lo largo de todo el proceso de integración monetaria europea a transferir soberanía nacional a las instituciones comunitarias, lo que ha provocado que se creen reglas en vez de instituciones. La ausencia en la Unión Monetaria Europea de una institución para gestionar crisis financieras provocó que los estados miembros tuvieran que actuar sobre sus sistemas financieros con cargo a sus presupuestos o mediante emisiones de deuda, dando lugar a los problemas de deuda soberana que pusieron en cuestión la viabilidad de la zona euro. La falta de una autoridad fiscal supranacional que pudiera llevar a cabo transferencias fiscales y emitir deuda para el conjunto de la zona euro agravó los problemas. La visión estrecha en relación con la misión de un banco central que caracteriza al Banco Central Europeo impidió que éste pudiera actuar en los primeros tiempos de la crisis de deuda soberana en la zona euro, ampliando la misma. Esa misma visión estrecha está impidiendo la reactivación del crédito en la zona euro, que es clave para la recuperación económica y el saneamiento presupuestario que tienen que acometer los países con más dificultades. La carencia de verdaderas instituciones de gobierno económico de la Unión Monetaria Europea desembocó tanto en fallos de la supervisión multilateral de las políticas económicas de los estados miembros como en la incapacidad para resolver los problemas de forma conjunta.

2. Desarrollo de la crisis económica

¿De qué forma la crisis financiera internacional que se desencadenó en 2007 se transformó, con posterioridad, en la crisis de la Unión Monetaria Europea? Hasta ese momento, los estados miembros de la zona euro habían convivido con la moneda única europea con una comodidad razonable. No obstante, algunos desarrollos macroeconómicos, como los elevados déficit de balanza de pagos de algunos países, como España e Irlanda, deberían haber servido de señal de alerta de que, por debajo de una superficie en apariencia estable, subyacían fuerzas desestabilizadoras cuya acción posterior se vio amplificada por el hecho de que los países miembros de la Unión Monetaria Europea no pueden acudir a la devaluación como parte del mecanismo de ajuste ante una situación de crisis, recayendo todo el peso del mismo, en estas circunstancias, sobre la producción y el empleo y/o generando importantes desequilibrios presupuestarios en algunas de las naciones hasta el punto de poner en cuestión la propia continuidad y viabilidad del proceso de integración monetaria.

1. Evolución de la crisis

A partir de los informes anuales del Banco de Pagos Internacionales y de aportaciones propias, Gonzalo Gil distingue seis etapas en el desarrollo de la crisis⁶, cuya exposición se combina con la cronología de los principales acontecimientos:

1. **Primera fase (junio de 2007-mediados de marzo de 2008).** Estalla en Estados Unidos la crisis financiera a raíz de los problemas de liquidez, de difícil solución, de dos fondos de alto riesgo gestionados por Bearn Stern e invertidos en valores garantizados por hipotecas *subprime*, lo cual envió a los mercados la primera señal importante que los hizo conscientes de la gravedad del problema. A principios de agosto colapsa el mercado interbancario en la Unión Europea y en Estados Unidos. El Banco Central Europeo tiene que inyectar liquidez por

⁶ Gil (2011), pp. 30-36

valor de 95.000 millones de euros y la Reserva Federal por 38.000 millones de dólares. Es la primera de una serie de operaciones similares que tuvieron lugar en los meses siguientes. En septiembre, el prestamista hipotecario británico Northern Rock anuncia que tiene problemas de liquidez que acabarían llevándole a la quiebra. En octubre, las agencias de calificación rebajan el *rating* de los bonos *subprime* y de los productos derivados y estructurados garantizados por dichos bonos, lo que provoca que, en noviembre, varias aseguradoras de bonos anuncien pérdidas. En enero del año siguiente aparecen los primeros síntomas de un fuerte debilitamiento de la economía estadounidense que hace temer que se traslade a la economía mundial. Mientras, Citigroup anuncia pérdidas por valor de 18.000 millones de dólares derivadas de su exposición a valores de titulización hipotecaria. Otras entidades financieras estadounidenses harán lo mismo.

2. ***Segunda fase (mediados de marzo-mediados de septiembre de 2008).*** La crisis empieza a cobrar fuerza, extendiéndose de forma sincronizada a otras economías y dando lugar a problemas de liquidez que provocaron la sequía de los mercados interbancarios. El Tesoro estadounidense tuvo que hacerse con el control de las agencias hipotecarias Fannie Mae y Freddy Mac. Los riesgos se redirigen hacia el balance de los bancos. El centro de atención se enfoca hacia un problema de solvencia, en especial de los bancos de inversión, más apalancados, más expuestos a activos dañados y que han hecho un mayor uso de instrumentos derivados en sus operaciones.
3. ***Tercera fase (mediados de septiembre-finales de octubre de 2008).*** La quiebra de Lehman Brothers, el 15 de septiembre, propagó la inestabilidad por todo el sistema financiero internacional (atesoramiento de liquidez por parte de los bancos, distorsiones en otros mercados diferentes al del dólar, cuestionamiento de la viabilidad de algunos participantes en los mercados) que aceleró las incertidumbres y elevó los tipos de los CDS (Credit Default Swaps). Bank of America tuvo que comprar Merrill Lynch para salvarlo, el Gobierno estadounidense tuvo que tomar el control de AIG, la empresa más grande emisora de seguros financieros, y Goldman Sachs y Morgan Stanley tuvieron que transformarse en bancos *normales* para poder acceder a la financiación de la Reserva Federal. En Gran Bretaña, la quiebra del Northern Rock vino seguida de la compra del HBSO, la mayor entidad hipotecaria del Reino Unido, por parte

del Lloyds TSB con la ayuda del Gobierno. En el resto de la Unión Europea, los Tesoros se vieron obligados a llevar a cabo operaciones similares. El 18 de septiembre se produce una acción coordinada de los principales bancos centrales del mundo para aliviar el estrangulamiento de la financiación en dólares estadounidenses, con 160.000 millones de dólares en nuevas líneas de *swaps* y la ampliación de las ya existentes. Entre el 25 y el 20 de septiembre las autoridades intervienen Washington Mutual, la mayor caja de ahorros de Estados Unidos con cerca de 300.000 millones de dólares en activo; el Reino Unido nacionaliza Bradford & Bingley, una entidad hipotecaria; los gobiernos de Bélgica, Holanda y Luxemburgo inyectan capital en la entidad bancaria y aseguradora Fortis; el Gobierno alemán impulsa la concesión de una línea de financiación especial a la entidad de crédito hipotecario Hypo Real State; Wachovia, el cuarto mayor grupo bancario de Estados Unidos por volumen de activos es comprado por Wells Fargo para salvarlo; el grupo financiero Dexia recibe una inyección de 9.800 millones de euros de los gobiernos francés, belga y luxemburgués y el Gobierno de Irlanda anuncia la constitución de un fondo para garantizar los depósitos bancarios, los bonos cubiertos y la deuda preferente y subordinada de seis bancos del país, una iniciativa que seguirán los gobiernos de otros países en las semanas siguientes. Los principales bancos centrales rebajan los tipos de interés, en una acción coordinada, el 8 de octubre. Cinco días después anuncian la provisión ilimitada de dólares para aliviar las tensiones en los mercados monetarios y los gobiernos de la zona euro se comprometen a impulsar las recapitalizaciones del conjunto del sistema bancario. En este momento, el problema se hace global y da un impulso a las medidas de ayuda de todo tipo y en todos los mercados.

4. ***Cuarta fase (finales de octubre de 2008-marzo de 2009).*** Empieza a tomar cuerpo la preocupación por la situación económica y los efectos que pueden tener sobre ella la crisis financiera y las medidas adoptadas para contenerla, dados los fuertes déficit que están acumulando las finanzas públicas. Hungría recibe una ayuda del FMI de 25.000 millones de dólares para contener las crecientes salidas de capital y las presiones sobre su moneda. El principal acreedor del país es la banca austriaca. En enero, las autoridades irlandesas toman el control del Anglo Irish Bank, el Gobierno estadounidense toma una participación en el Bank of America, después de haber hecho lo mismo en

noviembre con Citigroup, y las autoridades británicas elevan su participación en el capital del Royal Bank of Scotland. Otras autoridades nacionales adoptan medidas similares. La Reserva Federal anuncia que comprará hasta 300.000 millones de dólares de bonos del Tesoro a largo plazo.

5. *Quinta fase (mediados de marzo-final de 2009).* Las perspectivas mejoran gracias a las actuaciones de los bancos centrales, así como los planes de reforma regulatoria de la mayor parte de los países, incluyendo a la Unión Europea. El BCE acuerda la compra de bonos cubiertos denominados en euros.
6. *Sexta fase (2010-).* A mediados del segundo trimestre empiezan a aparecer nuevos motivos de preocupación en dos ámbitos muy diferentes. En Estados Unidos, donde aparece la necesidad de adopción de nuevas medidas de política monetaria, se anuncian nuevos programas de compra de deuda pública y se continúa con la relajación de la política monetaria. El segundo motivo de preocupación fue la crisis de la deuda soberana en la Unión Europea. El caso más temprano en surgir fue el de Grecia, a finales de 2009, pero alcanzó una mayor intensidad a partir del segundo semestre de 2010. En este mismo periodo surgieron los problemas con Irlanda, agravados por la crisis política que resultó de la crisis financiera. A continuación vinieron Portugal, España, Italia y Bélgica y, a finales de 2011, las preocupaciones se extendieron a Austria y Francia. La fragilidad en el proceso de consolidación fiscal dio lugar a rebajas en la calificación de la deuda de estos países y a la aparición y posterior ampliación de los diferenciales de deuda con relación a Alemania. El carácter incierto de la recuperación económica en algunos de estos países, transformado a mediados de 2011 en nuevas perspectivas de recesión, agravó aún más las tensiones, si bien las acciones del Banco Central Europeo, proporcionando liquidez a la banca y permitiendo que ésta utilizara títulos de deuda pública como garantía de los préstamos otorgados, así como las medidas de recorte del gasto público y de reformas estructurales que empezaron a tomar los nuevos Gobiernos de Italia y España a finales de 2011 y principios de 2012 relajaron las presiones en los mercados de deuda, aunque no pudieron evitar que ambos países volvieran a la recesión, en un contexto europeo de desaceleración económica generalizada. Todos estos acontecimientos sirvieron de estímulo para que, a partir de mediados de 2010, la Unión Europea tomase una serie de medidas para hacer

frente a la situación y avanzar en la consolidación fiscal, promover el crecimiento económico y fortalecer los sistemas financieros.

De esta forma, lo que comenzó como una crisis financiera local, que después tuvo alcance global, acabo por transformarse en una crisis de deuda soberana que puso en cuestión a la propia Unión Monetaria Europea. ¿Habrían sido distintas las cosas para el proyecto de integración monetaria europea de no haber tenido lugar la crisis financiera internacional?

2. Las particularidades del caso europeo

Lo cierto es que la crisis financiera internacional y la crisis de la Unión Monetaria Europea comparten causas comunes, pero también que, en el caso europeo, existían elementos particulares que, tarde o temprano, podrían acabar por desencadenar toda una serie de problemas a la Unión Monetaria Europea. En relación con las primeras, Gonzalo Gil escribe:

La crisis no vino precedida, como había ocurrido en otras ocasiones, de un 'choque' externo difícil de predecir con anticipación. Su origen fue interno y potenciado, durante una serie de años, por un conjunto de desarrollos macroeconómicos globales, desequilibrios de las balanzas comerciales y bajas tasas de ahorro en los países desarrollados, así como por el rápido desarrollo de una burbuja inmobiliaria, bajos tipos de interés y un funcionamiento exuberante de los mercados apoyados por un acelerado desarrollo de la innovación financiera. Todo esto fue acompañado de fallos importantes en la regulación y supervisión financieras, consecuencia tanto de problemas nacionales planeados por características de las arquitecturas financieras en algunos casos, como por la excesiva confianza en paradigmas –mercados eficientes– que han funcionado como elemento mágico que parecía garantizar, en algunas jurisdicciones, el buen funcionamiento de los mercados, y por las actuaciones de financieros y banqueros codiciosos⁷.

En este análisis de las causas de la crisis financiera internacional aparecen ya bastantes de los motivos de la posterior crisis del euro: los desequilibrios exteriores, las

⁷ Op. Cit., pp. 36-37

bajas tasas de ahorro, la burbuja inmobiliaria, los bajos tipos de interés y los fallos en la regulación y supervisión financiera. A ello ahora hay que añadir los elementos específicos de la Unión Monetaria Europea. El primero de ellos es el déficit presupuestario de algunos de sus miembros, cuya evolución se muestra en el cuadro siguiente:

Saldo presupuestario, en % del PIB

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Zona euro 16	-2.3	-1.4	0.0	-1.9	-2.6	-3.1	-2.9	-2.5	-1.4	-0.7	-2.0	-6.3	-6.0
Alemania	-2.2	-1.5	1.3	-2.8	-3.7	-4.0	-3.8	-3.3	-1.6	0.3	0.1	-3.0	-3.3
Austria	-2.4	-2.3	-1.7	0.0	-0.7	-1.4	-4.4	-1.7	-1.5	-0.9	-0.9	-4.1	-4.6
Bélgica	-0.9	-0.6	0.0	0.4	-0.1	-0.1	-0.3	-2.8	0.2	-0.3	-1.3	-5.9	-4.1
Chipre	-4.1	-4.3	-2.3	-2.2	-4.4	-6.5	-4.1	-2.4	-1.2	3.4	0.9	-6.0	-5.3
Eslovaquia	-5.3	-7.4	-12.3	-6.5	-8.2	-2.8	-2.4	-2.8	-3.2	-1.8	-2.1	-8.0	-7.9
Eslovenia	-2.4	-3.0	-3.7	-4.0	-2.5	-2.7	-2.2	-1.4	-1.3	-0.1	-1.8	-6.0	-5.6
España	-3.2	-1.4	-1.0	-0.6	-0.5	-0.2	-0.3	1.0	2.0	1.9	-4.2	-11.1	-9.2
Estonia	-0.7	-3.5	-0.2	-0.1	0.3	1.7	1.6	1.6	2.4	2.5	-2.8	-1.7	0.1
Finlandia	1.5	1.6	6.8	5.0	4.0	2.4	2.3	2.7	4.0	5.2	4.2	-2.6	-2.5
Francia	-2.6	-1.8	-1.5	-1.5	-3.1	-4.1	-3.6	-2.9	-2.3	-2.7	-3.3	-7.5	-7.0
Grecia	n.d.	n.d.	-3.7	-4.5	-4.8	-5.6	-7.5	-5.2	-5.7	-6.4	-9.4	-15.4	-10.5
Holanda	-0.9	0.4	2.0	-0.2	-2.1	-3.1	-1.7	-0.3	0.5	0.2	0.6	-5.5	-5.4
Irlanda	2.4	2.7	4.8	0.9	-0.3	0.4	1.4	1.6	2.9	0.1	-7.3	-14.3	-32.4
Italia	-2.8	-1.7	-0.8	-3.1	-2.9	-3.5	-3.5	-4.3	-3.4	-1.5	-2.7	-5.4	-4.6
Luxemburgo	3.4	3.4	6.0	6.1	2.1	0.5	-1.1	0.0	1.4	3.7	3.0	-0.9	-1.7
Malta	-9.9	-7.7	-6.2	-6.4	-5.5	-9.9	-4.7	-3.0	-2.7	-2.4	-4.5	-3.7	-3.6
Portugal	-3.5	-2.7	-2.9	-4.3	-2.9	-3.0	-3.4	-5.9	-4.1	-3.1	-3.5	-10.1	-9.1

Fuente: Eurostat

Como se aprecia en el cuadro, cuando Grecia ingresó en la Unión Monetaria Europea en 2001 no cumplía el criterio de convergencia en materia de déficit público, que exige un nivel igual o inferior al 3% del PIB. Para conseguir el acceso al euro, el Gobierno heleno falseó las cuentas públicas. Después, cuando Grecia tuvo que admitir que estaba en una situación de crisis fiscal, la Comisión Europea revisó las cifras de déficit y descubrió la verdad. Los datos revisados son los que se incluyen en el cuadro. En cuanto a Portugal, éste incumplió el Pacto de Estabilidad la mayor parte de los años desde que el euro entró en vigor en 1999. Por último cabe señalar que el fuerte deterioro del saldo presupuestario que experimenta Irlanda desde el inicio de la crisis se debe a las medidas que adoptó, tras el estallido de la burbuja inmobiliaria, para asegurar el cien por cien de los depósitos bancarios y para sanear un sistema financiero demasiado grande para el tamaño de la economía del país. En el caso español, el paso de una situación de superávit presupuestario a otra de fuerte déficit se debió, en buena medida, al hundimiento de los ingresos fiscales tras el estallido de la burbuja inmobiliaria y, en buena medida también, a las políticas de estímulo de la demanda a través del gasto público que impulsó el Gobierno en los primeros años de la crisis. En los demás países,

el déficit presupuestario, aunque también creció, no llegó a alcanzar cifras de dos dígitos y su aparición se debe tanto a la caída general del crecimiento económico como a las medidas que tuvieron que articular diversos gobiernos para salvar sus sistemas financieros nacionales, a través de inyecciones de recursos financiadas mediante gasto público o emisiones de deuda pública. En consecuencia, los problemas de los Estados miembros de la Unión Monetaria Europea con mayores dificultades en términos de consolidación fiscal, esto es, España, Portugal, Irlanda y Grecia, ya estaban latentes.

Con respecto a la deuda pública, el siguiente cuadro muestra también parte de la naturaleza de los problemas de la Unión Monetaria Europea.

Deuda pública, en % del PIB

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Zona euro 16	117.2	113.6	107.8	106.5	103.4	98.4	94.0	92.0	88.0	84.1	89.3	95.9	96.2
Alemania	60.5	61.3	60.2	59.1	60.7	64.4	66.3	68.6	68.1	65.2	66.7	74.4	83.2
Austria	64.4	66.8	66.2	66.8	66.2	65.3	64.7	64.2	62.3	60.2	63.8	69.5	71.8
Bélgica	117.2	113.6	107.8	106.5	103.4	98.4	94.0	92.0	88.0	84.1	89.3	95.9	96.2
Chipre	59.2	59.3	59.6	61.2	65.1	69.7	70.9	69.4	64.7	58.8	48.9	58.5	61.5
Eslovaquia	34.5	47.8	50.3	48.9	43.4	42.4	41.5	34.2	30.5	29.6	27.8	35.5	41.0
Eslovenia	23.1	24.1	26.3	26.5	27.8	27.2	27.3	26.7	26.4	23.1	21.9	35.3	38.8
España	64.1	62.4	59.4	55.6	52.6	48.8	46.3	43.1	39.6	36.2	40.1	53.8	61.0
Estonia	6.0	6.5	5.1	4.8	5.7	5.6	5.0	4.6	4.4	3.7	4.5	7.2	6.7
Finlandia	48.4	45.7	43.8	42.5	41.5	44.5	44.4	41.7	39.6	35.2	33.9	43.3	48.3
Francia	59.4	58.9	57.3	56.9	58.8	62.9	64.9	66.4	63.7	64.2	68.2	79.0	82.3
Grecia	94.5	94.0	103.4	103.7	101.7	97.4	98.6	100.0	106.1	107.4	113.0	129.3	144.9
Holanda	65.7	61.1	53.8	50.7	50.5	52.0	52.4	51.8	47.4	45.3	58.5	60.8	62.9
Irlanda	53.0	48.0	37.5	35.2	31.9	30.7	29.4	27.2	24.7	24.8	44.2	65.2	92.5
Italia	114.2	113.0	108.5	108.2	105.1	103.9	103.4	105.4	106.1	103.1	105.8	115.5	118.4
Luxemburgo	7.1	6.4	6.2	6.3	6.3	6.1	6.3	6.1	6.7	6.7	13.7	14.8	19.1
Malta	53.4	57.1	54.9	60.9	59.1	67.6	71.7	69.7	64.1	62.1	62.2	67.8	69.0
Portugal	50.4	49.6	48.5	51.2	53.8	55.9	57.6	62.8	63.9	68.3	71.6	83.0	93.3

Fuente: Eurostat

En primer lugar está el caso de Italia y Bélgica. Ambos países, lo mismo que Grecia, ingresaron en el euro con niveles muy elevados de deuda pública, pero mientras que Bélgica realizó un saneamiento importante y redujo su nivel de endeudamiento desde el 117,2% del PIB en 1998 hasta el 84,1% en 2007, Italia apenas hizo esfuerzos en este sentido y, en consecuencia, nunca consiguió que su endeudamiento público bajase del nivel del 100%, con lo cual, al estallar la crisis del euro, los mercados pusieron en cuestión la sostenibilidad de las finanzas públicas italianas.

El análisis de los datos del saldo de la balanza de pagos incluidos en el siguiente cuadro también pone de manifiesto las particularidades del caso de la Unión Monetaria Europea en relación con la crisis financiera internacional y su transformación posterior en la crisis de la zona euro.

Balanza corriente, en % del PIB

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Alemania	1.9	4.7	5.1	6.3	7.5	6.3	5.6	5.7
Austria	1.7	2.2	2.2	2.8	3.5	4.9	3.1	2.7
Bélgica	3.4	3.2	2.0	1.9	1.6	-1.8	0.0	1.0
Chipre	-2.3	-5.0	-5.9	-7.0	-11.7	-17.2	-7.5	-7.7
Eslovaquia	-5.9	-7.8	-8.5	-7.8	-5.3	-6.6	-3.2	-3.5
Eslovenia	-0.8	-2.6	-1.7	-2.5	-4.8	-6.7	-1.3	-0.8
España	-3.5	-5.3	-7.4	-9.0	-10.0	-9.6	-5.2	-4.6
Estonia	-11.3	-11.3	-10.0	-15.3	-17.2	-9.7	4.5	3.6
Finlandia	4.8	6.2	3.4	4.2	4.3	2.8	2.3	3.1
Francia	0.7	0.5	-0.5	-0.6	-1.0	-1.7	-1.5	-1.7
Grecia	-6.6	-5.9	-7.4	-11.2	-14.4	-14.7	-11.0	-10.5
Holanda	5.6	7.8	7.6	9.7	6.7	4.4	4.9	7.1
Irlanda	0.0	-0.6	-3.5	-3.5	-5.3	-5.6	-2.9	0.5
Italia	-1.3	-0.9	-1.7	-2.6	-2.4	-2.9	-2.1	-3.3
Luxemburgo	8.1	11.9	11.5	10.4	10.1	5.3	6.9	7.8
Malta	-3.1	-5.9	-8.7	-9.8	-8.1	-7.4	-7.5	-4.8
Portugal	-6.5	-8.4	-10.4	-10.7	-10.1	-12.6	-10.9	-9.9

Fuente: FMI

Como se aprecia en los datos anteriores, mientras hay países, como Alemania, Holanda y Luxemburgo, que registran fuertes superávits por cuenta corriente, otros, como España, Estonia, Portugal y Grecia experimentan fuertes déficit. Teniendo en cuenta que el comercio intra Unión Europea supone, por término medio, el 53,27% del total de comercio exterior de los países de la UE, según los datos que ofrece Eurostat en el documento *External and intra-EU trade – a statistical year book*, y el 70,29% si se excluye el comercio de productos energéticos, se puede deducir que los fuertes excedentes de los países con superávit de balanza por cuenta corriente se obtienen, en gran medida, a costa del deterioro en la posición exterior de quienes registran elevados déficit por el mismo concepto. Dicho deterioro viene explicado en los dos cuadros siguientes, que recogen la evolución de los costes salariales y de los precios de consumo, dos elementos fundamentales de la competitividad exterior de una economía.

Índice de costes laborales (2001=100)

	Alemania	Holanda	España	Portugal	Grecia
2001	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
2002	102,4	105,4	105,1	102,1	113,2
2003	105,3	110,1	110,8	103,9	121,3
2004	106,1	114,0	115,4	107,2	125,4
2005	107,0	116,0	119,2	109,4	118,6
2006	108,8	119,3	123,3	110,8	121,2
2007	109,8	123,3	128,9	116,7	125,2
2008	112,4	128,0	135,5	121,7	128,5
2009	114,7	130,6	142,3	125,7	138,3
2010	115,4	133,2	143,2	127,4	136,9

Fuente: Eurostat

Índice de precios de consumo (2001=100)

	Alemania	Holanda	España	Portugal	Grecia
2001	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
2002	101,4	103,9	103,6	103,7	103,9
2003	102,4	106,2	106,8	107,0	107,5
2004	104,3	107,7	110,1	109,7	110,7
2005	106,3	109,3	113,8	112,1	114,6
2006	108,2	111,1	117,8	115,5	118,4
2007	110,6	112,8	121,2	118,3	121,9
2008	113,7	115,3	126,2	121,4	127,1
2009	113,9	116,5	125,9	120,3	128,8
2010	115,2	117,5	128,5	122,0	134,9

Fuente: Eurostat

Como se puede apreciar en ambas tablas, tanto España como Grecia y Portugal han experimentado un deterioro constatable de su competitividad debido tanto al crecimiento de los costes laborales como de los precios, lo que, unido a sus estructuras productivas, explica el deterioro en el saldo de la balanza por cuenta corriente. Si tenemos en cuenta la identidad

$$I = S - (X - M)$$

donde I es la inversión, S el ahorro de un país y $(X - M)$ representa el saldo de la balanza por cuenta corriente, el deterioro del mismo ha supuesto que los países que lo sufren han tenido que financiar sus inversiones con recursos del exterior, exponiéndoles al riesgo de que, si se reducía el crédito exterior, la inversión tendría que caer necesariamente, provocando la crisis, que es lo que ha sucedido, sobre todo en los países que financiaron la burbuja inmobiliaria con recursos externos.

A partir de estos datos, cabe preguntarse de qué forma la crisis financiera internacional se transforma en crisis de deuda soberana en Europa y, por tanto, en crisis de la Unión Monetaria Europea. La llegada de la crisis financiera a la Unión Europea tuvo dos efectos. En primer lugar, la crisis bancaria provocó una reducción del crédito al sector privado, el cual provocó una caída del consumo y de la inversión y, con ello, del empleo y del crecimiento económico. En el caso de los países que estaban experimentando una burbuja inmobiliaria, que eran muy dependientes de los préstamos del exterior, como revelan sus déficit de balanza por cuenta corriente, la sequía de crédito provocó el frenazo de la actividad del sector de la construcción, dando lugar a una fuerte contracción del mismo que, al ser un sector de arrastre de la economía, se

extendió con rapidez a otras actividades. Todo ello provocó un aumento del paro que afectó de forma negativa al consumo, a la inversión y al crecimiento económico. El parón de la construcción y el incremento del desempleo provocaron problemas de solvencia en las entidades financieras como consecuencia del crecimiento de la morosidad en los créditos hipotecarios y en los préstamos al sector inmobiliario. En segundo término, los planes de saneamiento de los sistemas bancarios que pusieron en marcha los estados miembros de la Unión Monetaria Europea se tradujeron en deterioros de sus posiciones fiscales y en fuertes crecimientos de sus volúmenes de endeudamiento público. Entonces, los tipos de interés a los que financiaban sus emisiones de deuda empezaron a subir, creando dudas acerca de la capacidad de algunos de los estados miembros de rembolsar sus deudas, debido, en parte, al elevado coste al que se estaban endeudando, en parte a los elevados déficit presupuestarios que empezaron a experimentar como consecuencia de las ayudas a la banca y/o de la caída de ingresos tributarios y de un contexto de caída del crecimiento económico y de destrucción de empresas y puestos de trabajo que reducía aún más los ingresos presupuestarios.

La ecuación relevante que explica la evolución de la carga de la deuda, según Buiter⁸, es la siguiente:

$$\Delta d = -s + \left(\frac{r - \gamma}{1 + \gamma} \right) d$$

donde ‘d’ es la carga de la deuda pública o ratio deuda pública/PIB, ‘s’ es el saldo presupuestario primario en porcentaje del PIB, o diferencia entre ingresos y gastos públicos descontados los intereses de la deuda; ‘r’ es el tipo de interés real efectivo, o diferencia entre los intereses que se pagan para financiar la deuda y la tasa de inflación, y ‘γ’ es la tasa de crecimiento del PIB real.

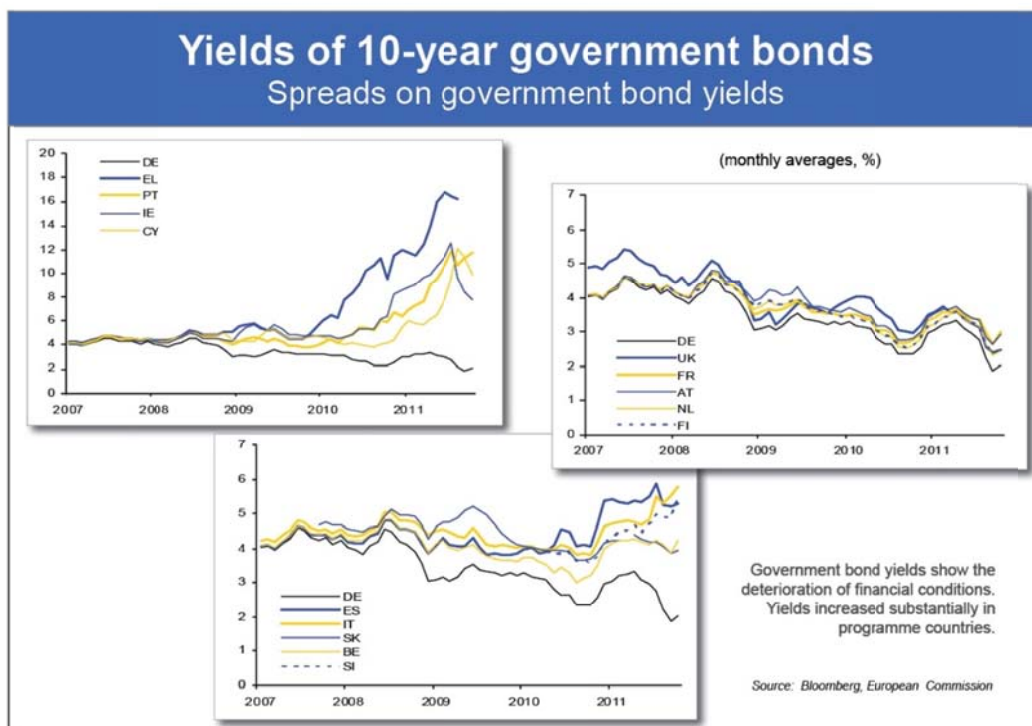
A partir de esta ecuación se puede analizar el comportamiento de la deuda pública y, por tanto, las dudas sobre la sostenibilidad de la misma que desembocaron en la crisis de deuda soberana. Cuanto mayor sea el superávit primario en relación con el PIB menos crecerá, o más se reducirá, el ratio de deuda. Si en lugar de superávit se registra déficit, cuanto mayor sea éste en relación con el PIB, más crecerá el ratio de

⁸ Buiter (1983), p. 11

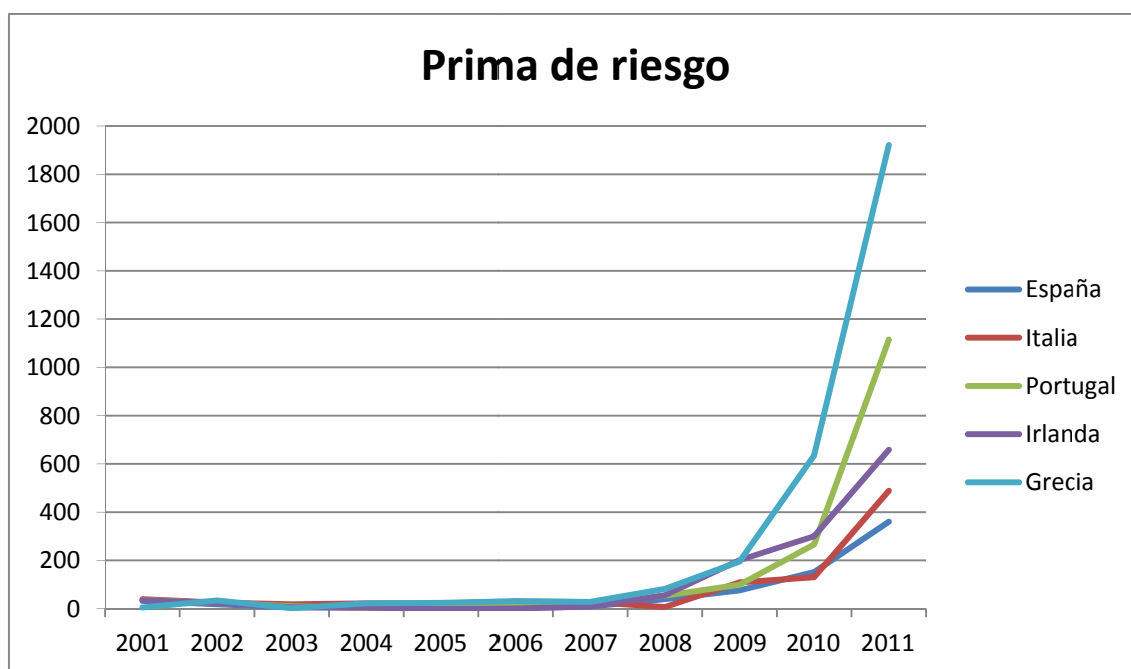
deuda porque el déficit público se tiene que financiar con más emisiones de deuda. En cuanto al segundo sumando, si el tipo de interés real es mayor que la tasa de crecimiento de la economía, la carga financiera que impone la financiación del déficit crecerá porque la economía no aportará con su crecimiento recursos suficientes para financiarla completamente a través de los impuestos, suponiendo que éstos permanecen constantes. En consecuencia, para que la relación deuda/PIB no tienda a hacerse infinitamente grande es necesario que el tipo de interés real de la deuda pública sea menor que la tasa de crecimiento del PIB real.

¿Qué ha pasado en la Unión Monetaria Europea? Que el saldo primario se ha deteriorado, que los gobiernos han emitido deuda para financiar los procesos de saneamiento de los sistemas financieros de sus respectivos países y que, con la ampliación de las primas de riesgo de los tipos de interés de la deuda pública, éstos han subido en un contexto de recesión o de crecimiento económico nulo. Teniendo en cuenta la fórmula anterior, el hecho de que los tipos de interés reales sean superiores a la tasa de crecimiento del PIB provoca que la carga de intereses de la deuda sea cada vez mayor, impulsando, de esta forma, el déficit público e incrementando las necesidades de emisión de nueva deuda para financiarlo, lo que da lugar a un círculo vicioso de autoalimentación del déficit y la deuda. Estos acontecimientos explican los problemas surgidos en relación con la deuda soberana de los países que más han sufrido la crisis y la forma en que la crisis financiera internacional se ha convertido en crisis de deuda soberana en la Unión Monetaria Europea.

Por otra parte, todos los datos anteriores sugieren que, con independencia de la crisis financiera internacional, España, Italia, Portugal y Grecia hubieran tenido graves problemas y, por tanto, y en cualquier caso, dichos problemas podrían haber dado lugar a la crisis de la Unión Monetaria Europea. De todas formas cabe preguntarse si el desarrollo de los acontecimientos relacionados con la crisis del proyecto de integración monetaria europea hubiera sido el mismo en un contexto de estabilidad financiera internacional, es decir, si no se hubiera producido la crisis de las hipotecas *subprime*. Para responder a esta cuestión conviene estudiar la evolución de la prima de riesgo de los países de la zona euro y, en particular, de España, Italia, Portugal, Grecia e Irlanda, medida como el diferencial de tipos de interés, expresado en puntos básicos, entre la deuda pública a diez años de estos países y la alemana. Dicha evolución se muestra en los siguientes gráficos:



Fuente: Comisión Europea



Fuente: Banco de España

Hasta 2008, la prima de riesgo de los países que se encuentran en el epicentro de la crisis de la Unión Monetaria Europea era prácticamente nula, a pesar de que los datos de déficit presupuestario, deuda pública y déficit de la balanza de pagos, junto con la

evolución de los precios de la vivienda en los países que sufrieron la burbuja inmobiliaria, advertían ya de la existencia de problemas de fondo. Sin embargo, a partir de la quiebra del banco de inversión estadounidense Lehman Brothers, el comportamiento de la prima de riesgo varía sustancialmente. Arghyrou y Kantonikas explican este comportamiento de la siguiente forma:

*First, during the pre-crisis period, with the possible exception of expected fiscal deficits, markets did not price macro-fundamentals and international risk conditions. Second, during the crisis period, markets have been pricing both factors on a country-by-country basis*⁹.

Según estos autores,

*Our findings support the ‘convergence trade’ hypothesis for the pre-crisis period, according to which markets were discounting only the best-case scenario of full convergence to German fundamentals, even for countries displaying a clear deterioration of their macro fundamentals. This can be explained as the result of three factors: First, conditions of ample global liquidity and low risk over the best part of the past decade; second, expectations that accession to the euro would result in growth-inducing reforms in periphery EMU economies; and third lack of a mechanism establishing credibility for the “no-bail out” clause of the Maastricht Treaty. With the benefit of hindsight, it can now be argued that markets were operating under a perceived implicit guarantee according to which there was very little default risk associated with investment in EMU sovereign bonds*¹⁰.

Además, ambos autores señalan que, a pesar de los problemas económicos que estaban acumulando España, Portugal, Irlanda, Italia y Grecia, el desencadenante de la crisis de la Unión Monetaria Europea, reflejado en el crecimiento de las primas de riesgo, no fue un factor interno de la zona euro o de los anteriores países, sino la propia crisis financiera internacional:

the observed widening in EMU spreads is mainly driven by the increased global risk factor. In this process, the role of domestic banking sectors is crucial, with

⁹Arghyrou y Kantonikas (2011), p. 39

¹⁰Op. cit., pp. 39-40

*the financial system transforming global risk into sovereign risk through two channels: First, in periods of financial distress the government might be obliged to recapitalize banks using public money, thus increasing its fiscal liabilities. Second, shortages in banking liquidity restrict credit to the private sector causing economic recession increasing fiscal imbalances further. With national banking sectors having different degrees of exposure to global financial conditions the increase in the common global risk factor causes a heterogeneous impact on national spreads*¹¹.

No obstante, con o sin crisis financiera, el problema griego –la ocultación por parte del Gobierno heleno de la realidad de sus cuentas públicas- hubiera estallado tarde o temprano. De hecho, según Arghyrou y Kontonikas, la crisis de la Unión Monetaria Europea llegó cuando se conoció la realidad griega:

*the overwhelming majority of EMU countries have experienced contagion from Greece, most prominently Portugal, Ireland and Spain*¹².

Es decir, la crisis del euro hubiera tenido lugar de todas formas, dado que los problemas de los países periféricos ya estaban latentes con anterioridad a la quiebra de Lehman Brothers. Más bien, la crisis financiera internacional tuvo el papel de amplificador de los problemas europeos, a través de su extensión a los sistemas financieros europeos y del crecimiento de la prima de riesgo, ya que, después de su estallido, los mercados incrementaron su percepción de riesgo global y su aversión al mismo.

Teniendo en cuenta todo lo anterior, a partir del trabajo de Arghyrou y Kontonikas y del análisis de la realidad se pueden extraer dos conclusiones importantes. En primer lugar, hasta que se desencadenó la crisis griega, los mercados descontaban una convergencia de fundamentales macroeconómicos con Alemania, reflejada en unas primas de riesgo prácticamente nulas, lo que equivale a decir que estaban considerando a la Unión Monetaria Europea como un todo, como una sola unidad en la que los países periféricos se beneficiaban del plus de credibilidad económica que transmitía Alemania al conjunto de la zona euro. En segundo término, dicha credibilidad, reflejada en las primas de riesgo, tenía lugar a pesar de que las políticas presupuestarias se articulaban a nivel nacional. En otras palabras, los mercados nunca estimaron necesario avanzar en la

¹¹Op. cit., p. 6

¹²Op. cit., p. 39

integración fiscal, a través de un presupuesto europeo, para que la Unión Monetaria Europea fuera creíble. Les bastaba con confiar en que la coordinación de políticas económicas nacionales fuera suficiente.

Esta confianza se vino abajo cuando estalló la crisis griega, la cual, según André Sapir, puso de manifiesto las deficiencias institucionales de la eurozona en tres niveles:

The first is the prevention of sovereign debt crises. The SGP¹³ and the Eurogroup clearly failed to prevent the build-up of public debts beyond sustainable levels. (...) The second deficiency in the economic governance of the eurozone concerns the management and the resolution of sovereign debt crises. The EU treaty contains no provision for the management and resolution of sovereign debt crises in the eurozone. (...) The third deficiency relates to the absence of a mechanism for the supervision of the banking sector and for the management and resolution of banking crises in the eurozone. Like the previous deficiency, this one is directly linked to the fact that the eurozone has no fiscal capacity, i.e. that it is a monetary union without a fiscal union¹⁴.

El trabajo de Arghyrou y Kontonikas tiene implicaciones para lo que deberían hacer los países periféricos y la propia Unión Monetaria Europea. En relación con los primeros advierten que

In the absence of strong signals on behalf of periphery governments that they are determined to implement the necessary reforms, even in the face of significant short-term welfare losses, it is very likely that markets will continue to doubt the sustainability of these countries' long-term participation in the EMU, and the risk that these expectations will become self-fulfilling will remain¹⁵.

Es decir, la salida de la crisis de la Unión Monetaria Europea pasaría por que los países periféricos efectuaran los ajustes y reformas necesarios en sus economías y en sus presupuestos.

Además, Arghyrou y Kontonikas extraen otras lecciones de la crisis, relacionadas con la necesidad de reformas institucionales a nivel comunitario:

¹³ Pacto de Estabilidad y Crecimiento, en sus siglas en inglés

¹⁴ Sapir (2011), pp. 615-616

¹⁵ Op. cit., pp. 40-41

First, to prevent a future crisis similar to the current one, the eurozone must develop effective mechanisms of fiscal supervision and policy co-ordination. Second, if a debt crisis does occur in an EMU country, it is important to prevent its escalation in the affected country and its contagion to other countries. This objective can be achieved through the creation of an EMU-run permanent mechanism of emergency financing. For such a mechanism to be successful in stabilizing expectations, its rules and terms must be transparent and known ex-ante. At the same time, the terms of emergency finance must be such as to eliminate the risk of moral hazard discouraging fiscal discipline and necessary reforms¹⁶.

De forma implícita, Arghyrou y Kantonikas ya están avanzando los problemas de naturaleza institucional que dieron lugar a la crisis de la Unión Monetaria Europea, en concreto, que la recapitalización de los sistemas bancarios tuviera que realizarse por las autoridades nacionales, ante la ausencia de una institución comunitaria con competencias en esta materia; que los sistemas de supervisión fiscal y de coordinación de las políticas económicas no fueran lo suficientemente eficientes y que no existieran mecanismos de emergencia para impedir el contagio de unos países a otros en caso de desencadenarse en uno de los estados miembros una crisis de deuda. También están avanzando algunas de las líneas de reforma del entramado institucional de la Unión Monetaria Europea que llevará a cabo la UE. Estos y otros elementos se estudiarán con más profundidad en los capítulos que siguen.

¹⁶Op. cit., p. 41

3. Estructura de una unión monetaria

1. Concepto de unión monetaria

Se puede definir una unión monetaria como un conjunto de países que fijan entre sí, de forma irrevocable, los tipos de cambio de sus divisas nacionales o que, incluso, comparten una misma moneda. Según Polly Reynolds Allen¹⁷, para que pueda hablarse con propiedad de una unión monetaria, deben darse, al menos, tres requisitos mínimos:

- La existencia de una moneda única o, si existen varias divisas, la convertibilidad plena entre ellas a tipos de cambio irrevocablemente fijos.
- Como la irrevocabilidad de los tipos de cambio fijos depende de la consistencia mutua de las políticas monetarias dentro de la unión, debe existir un acuerdo por el cual la política monetaria de la unión se determina a ese nivel, perdiendo las autoridades nacionales todo poder en política monetaria.
- Como solo puede haber un tipo de cambio entre una divisa externa y la moneda de la unión, debe existir una política cambiaria única, con lo cual las autoridades nacionales deben transferir a la unión el control de sus reservas de divisas.

Para James Ingram¹⁸, la convertibilidad implica que los países miembros deben declarar formalmente que cada moneda nacional sea de curso legal en todos los estados miembros, que se exija a los bancos que paguen todos los cheques en cualquiera de las monedas de la unión requerida por el pagador, que se les permita aceptar depósitos denominados en otras divisas y que se les autorice a contabilizar como reservas de caja sus tenencias de divisas de otros países miembros.

A partir de estos elementos, George S. Tavlas¹⁹ distingue cuatro tipos de áreas monetarias, o modalidades de integración monetaria:

¹⁷ Allen (1976), pp. 4-5

¹⁸ Ingram (1973), p. 11

¹⁹ Tavlas (1993), pp. 665-666

- **Unión cambiaria:** los tipos de cambio entre sus miembros se fijan de manera irrevocable y no se permiten márgenes de fluctuación. Sin embargo, no es necesaria la coordinación de las políticas monetarias. En consecuencia, es necesario algún tipo de controles de capital para influir en las condiciones de liquidez domésticas.
- **Pseudounión cambiaria:** implica tipos de cambio fijos entre los países participantes, libertad de movimientos de capitales y la necesidad de coordinación de las políticas monetarias, pero no una integración formal de las mismas. Debido a la incompatibilidad entre la existencia de tipos de cambio fijos, el desarrollo de una política monetaria independiente y la ausencia de restricciones a los movimientos de capitales, este sistema podría resultar en que la fijación de los tipos de cambio no sea irrevocable, puesto que es probable que los flujos de capitales acaben por forzar la revisión de las paridades cambiarias.
- **Integración monetaria:** en la teoría moderna, este tipo se identifica habitualmente con el concepto de área monetaria e implica tipos de cambio fijos irrevocables y la ausencia de márgenes de fluctuación. También incluye la convertibilidad completa e irrevocable de las monedas, la integración de los mercados financieros, la liberalización completa de los movimientos de capital para las transacciones corrientes y una política monetaria común. La integración financiera conlleva también la armonización de los marcos reguladores nacionales, tanto en términos normativos como institucionales.
- **Unión monetaria:** implica la integración monetaria, más una moneda y un banco central comunes. Las competencias en política monetaria se transfieren a la autoridad monetaria común, que es la única con capacidad para ejercerlas. Las competencias en materia de tipo de cambio de la moneda común y de balanza de pagos frente al resto del mundo también se asignan a la autoridad monetaria común, que gestiona de forma conjunta las reservas de divisas de los estados miembros que participan en la misma. La Unión Monetaria Europea se encuadra en este tipo.

Establecida la tipología anterior, el siguiente paso es preguntarse por qué optar por una unión monetaria como forma de integración monetaria, en lugar de cualquiera

de las otras modalidades. Y la respuesta se encuentra en el grado de integración económica que busquen los países que se adhieran a ella. Teniendo esto en cuenta, Peter B. Kenen y Ellen Meade consideran que un área de libre comercio o una unión aduanera pueden no necesitar de una moneda única si sus miembros no buscan mantener fijos sus tipos de cambio. Pero, advierten,

*a more comprehensive single market in goods and assets may be exposed to protectionist pressures unless its members move to a common currency*²⁰.

Para Barry Eichengreen, complementar un proceso de integración económica regional con algún tipo de iniciativa para estabilizar los tipos de cambio, o, incluso, avanzar hacia una moneda única

*becomes more urgent when integration moves beyond the establishment of a free trade area or a customs union to the creation of a deeply integrated market*²¹.

E Ingram, en referencia explícita al caso de la Unión Europea, afirma:

*Economic integration leads logically toward fixed rate, monetary union, and ultimately a common currency. Advocacy of flexible exchange rates within the European Community is essentially an expression of opposition to economic integration*²².

2. Estructura institucional

A mediados de la década de los 70, la entonces Comunidad Económica Europea (CEE) insistía en seguir avanzando en el proceso de integración monetaria. Este hecho llevó a Allen a investigar acerca de cuál debería ser la estructura de una unión monetaria. En su trabajo, *Organization and Administration of a Monetary Union*, publicado en 1976, Allen deja de lado la cuestión que preocupaba a los teóricos de las áreas monetarias óptimas acerca de si se debía formar o no una unión monetaria en el seno de la CEE y adoptó como punto de partida para su estudio el hecho de que dicha unión monetaria se iba a formar y, a partir de ahí, se centra en qué condiciones debe reunir una unión

²⁰Kenen y Meade (2008), p. 27

²¹Eichengreen (1998), p. 8

²²Op. cit., p. 3

monetaria, una vez que se ha creado, para que funcione bien. Lo primero que destaca es que la viabilidad del proyecto requiere que

*the member nations be committed to its permanence and that they perceive the net benefits of remaining in the union to exceed the potential gains from secession*²³.

Para demostrar la fortaleza de este compromiso, Allen considera necesario que una unión monetaria se dote de un banco central y una moneda única, a diferencia de lo que hasta la fecha eran las propuestas europeas de integración monetaria, basadas en sistemas de tipos de cambio fijos. El abandono de dicho sistema durante la crisis de la ‘serpiente monetaria’²⁴ no supuso coste ni problema alguno para los países que optaron por la salida del sistema o se vieron forzados a ello. Por ello, Allen considera que

*One measure of the strength of these commitments is the difficulty nations would have extricating themselves from the monetary union. By this criterion, a single central bank and a sole union currency would indicate strong national commitments to the union, for there would be formidable practical barriers to a nation's withdrawing from the monetary union if it no longer had either a national bank or a currency it could claim as its own*²⁵.

No obstante, los países que se integren en una unión monetaria ya cuentan con sus propios bancos centrales nacionales. ¿Cómo debe diseñarse, entonces, la estructura de la institución que actúe como autoridad monetaria de la unión? Allen²⁶ responde que en una economía tan grande y diversa como la CEE, la descentralización de las operaciones monetarias puede ser más eficiente que su centralización en una sola autoridad monetaria. Además, los bancos centrales nacionales estarán más dispuestos a cooperar en el proceso de formación de una unión monetaria si lo único que ven

²³ Op. cit., p. 8

²⁴ La ‘serpiente monetaria’, o la ‘serpiente en el túnel’ es un sistema cambiario para las divisas de la CEE que se creó en 1972 para tratar de mantener la fluctuación de los tipos de cambio de dichas monedas dentro de unos márgenes más estrechos que los de su tipo de cambio en relación con el dólar. El nombre de ‘serpiente monetaria’ deriva del hecho de que, al representarse en un gráfico la evolución del grupo, la curva resultante formaba una serpiente que oscilaba dentro de un túnel. El sistema, sin embargo, no funcionó porque las turbulencias monetarias internacionales que provocó la ruptura del sistema de tipos de cambio fijos pero ajustables establecido en Bretton Woods, la debilidad del dólar frente a la fortaleza del marco alemán, y los profundos desacuerdos en política económica entre los países miembros, como consecuencia de la crisis del petróleo de 1973, motivaron numerosas salidas y entradas en la misma hasta que terminó por descomponerse completamente en 1976.

²⁵ Op. cit., p. 9

²⁶ Op. cit., p. 9

amenazado es su independencia, no su misma existencia. Por ello, la estructura institucional de la autoridad monetaria debe incluir

*a national bank for each country, all totally under the direction and control of the union monetary authority*²⁷.

Con esta estructura institucional,

*monetary policy should be implemented, as well as planned, by the central monetary authority*²⁸,

mientras que el papel de los bancos centrales nacionales

*must be limited to carrying out the instructions of the union monetary authorities in all major decisions, with very little latitude for autonomous action. To the extent that national monetary interests may differ, these can be accommodated by negotiations at the central level among the national representations within the union monetary authority. But the result of such bargaining must be a 'single' union monetary policy*²⁹.

Si, finalmente, se decide mantener los bancos centrales nacionales, entonces resultará necesario establecer un mecanismo de pagos transfronterizos entre ellos³⁰.

¿Qué relación debe tener la autoridad monetaria de la unión con los gobiernos nacionales? Allen, aunque no es categórica, ya sugiere que el banco central de la unión debe ser independiente del poder político:

*The separation of the monetary authority from those of the government is particularly important in analyzing a monetary union, where monetary and fiscal responsibilities are likely to be lodged at different levels*³¹.

Josef Christl complementa la propuesta de Allen al advertir de que

if the monetary authorities in a currency union are not sufficiently independent, political pressure may be exerted upon the central bank to monetize government

²⁷ Op. cit., p. 23

²⁸ Op. cit., p. 10

²⁹ Op. cit., p. 10

³⁰ Op. cit., p. 15

³¹ Op. cit., p. 24

*debt. The resulting loss in central bank credibility can drive up inflation expectations and steady-state inflation*³².

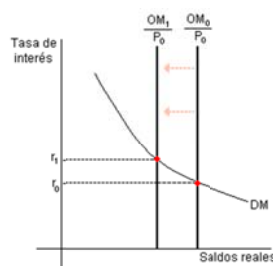
Al destacar la importancia de la independencia del banco central, Christl ha asumido plenamente la idea de que la función principal de la autoridad monetaria es, sobre todo y ante todo, mantener la estabilidad de precios. De ahí se deriva la importancia que otorga a que el banco central no pueda monetizar la deuda de los gobiernos nacionales. Allen coincide en este punto con él cuando señala que

*When the monetary authority is centralized, independent national fiscal authority can no longer include the power to finance budget deficits with new money*³³.

Esta es una cuestión fundamental para el mantenimiento de la estabilidad de precios. Monetizar la deuda quiere decir que ésta se paga a su vencimiento, sin una nueva emisión de títulos, lo que aumenta la oferta monetaria y tiene implicaciones en términos de inflación. Según la teoría cuantitativa del dinero, se cumple la siguiente identidad:

$$M \times V = P \times Q$$

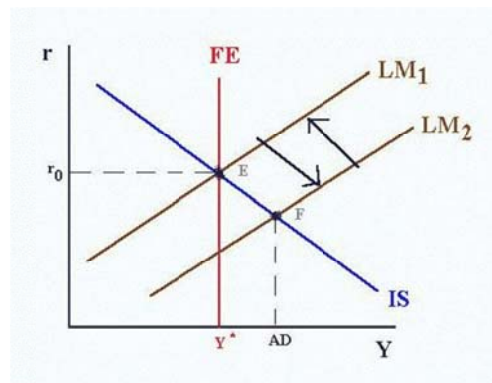
donde M es la oferta monetaria, V es la velocidad de circulación del dinero, P es el nivel de precios y Q es la producción de bienes y servicios en una economía. Si la velocidad de circulación del dinero se mantiene constante, lo mismo que la producción real de bienes y servicios, entonces un incremento de la oferta monetaria dará lugar a una subida del nivel de precios, creando inflación de esta forma. En consecuencia, si la monetización del déficit público supone incrementar la oferta monetaria, este proceso puede tener consecuencias inflacionistas. Para reducir las presiones inflacionistas, el banco central tendría que reducir posteriormente la oferta monetaria, lo que implicaría que se incrementasen los tipos de interés, tal y como se muestra en el siguiente gráfico



³²Christl (2006), p. 215

³³Op. cit., p. 57

donde OM es la oferta monetaria, DM es la demanda de dinero y 'r' es el tipo de interés. De acuerdo con el modelo IS-LM, la reducción de la oferta monetaria provocaría el desplazamiento hacia la izquierda de la curva LM, con lo que el incremento de los tipos de interés implicaría la reducción del nivel de producción, tal y como se muestra en el siguiente gráfico:



La línea LM representa las combinaciones de tipos de interés y nivel de producción o renta en la que el mercado monetario está en equilibrio. A su vez, la línea IS representa las combinaciones de tipos de interés y producción o renta en la que los mercados de bienes y servicios están en equilibrio. En consecuencia, el interés último de la independencia del banco central reside en que la monetización de la deuda genera inflación, la cual provoca con posterioridad subidas de tipos de interés, caídas de la renta o del PIB y, por consiguiente, reducciones del nivel del empleo.

En relación con el objetivo de la autoridad monetaria de la unión, Allen es más abierta que Christl:

The objectives of the monetary authority refer to the variables it wants ultimately to influence through monetary policy, such as the level of income, the rate of growth of output, the rate of price inflation, etc³⁴.

Sea cual sea el objetivo de la política monetaria, la siguiente cuestión es si ésta se debe ejecutar de manera uniforme en todos los países miembros de la unión monetaria o si, por el contrario, caben matices nacionales en su ejecución. En este sentido, Allen considera que

³⁴ Op. cit., p. 24

While the formulation of union monetary policy would be much easier if there were sufficient economic integration and similarity among the national countries to justify a uniform, union-wide policy, the isolation and peculiar characteristics of a particular national or regional economy may warrant a specially designed use of monetary tools for the area. Decisions on nationally or regionally differentiated policies must be made by the union monetary authority, however, and not by the national banks³⁵.

En la cita anterior, Allen ya avanza la conveniencia de que una unión monetaria exista un cierto grado de integración económica para poder llevar a cabo una política monetaria única. Si dicha política se considera como condición necesaria para hablar de una unión monetaria, entonces se puede concluir que se necesita también cierto grado de integración económica como una de las condiciones para el buen funcionamiento de dicha unión monetaria. En otras palabras, y teniendo en cuenta lo expuesto en el apartado 1 de este capítulo, de la misma forma que un proceso de integración económica que vaya más allá de un área de libre comercio o de una unión aduanera requiere para su buen funcionamiento de una unión monetaria, ésta, asimismo, necesita de un cierto nivel de integración económica por las mismas razones. De esta forma, integración económica e integración monetaria conforman un todo de manera que la primera encuentra dificultades para existir a largo plazo sin la segunda y la segunda justifica su existencia a través de la primera.

3. Integración de los mercados financieros

Junto a la integración económica, Allen considera necesaria, también, la integración de los mercados financieros, entendiendo por tal un dominio que cubra toda la unión monetaria e incluya una gran cantidad de activos financieros emitidos en el área monetaria y que supongan una proporción importante de los activos que mantienen en sus carteras los inversores de la unión monetaria³⁶. La razón para ello es que

The integration of securities market is shown to be the means of rapidly diffusing the impacts of monetary policy and of assuring that a change in monetary policy affects the entire union. (...) The degree of integration of securities markets

³⁵ Op. cit., p. 11

³⁶ Op. cit., p. 22

*determines whether there will be a substantial decline primarily in the interest rates on those securities markets, or a smaller decline in a wider spectrum of interest rates, as in the case of better-integrated securities market*³⁷.

El mecanismo de transmisión monetaria, es aquel en que las variaciones de la oferta monetaria se traducen en variaciones de la producción, el empleo, los precios y la inflación. El proceso concreto, en el que el banco central decide frenar la economía para frenar la inflación, consiste en los siguientes pasos:

1. Para iniciarlo, el banco central toma medidas destinadas a reducir las reservas bancarias, por ejemplo vendiendo títulos del Estado en el mercado abierto. Esta operación altera el balance consolidado del sistema bancario provocando una reducción de las reservas bancarias totales.
2. Cada reducción de las reservas bancarias en una unidad monetaria, origina una contracción múltiple de los depósitos a la vista, reduciendo así la oferta monetaria. Como la oferta monetaria es igual al efectivo más los depósitos a la vista, la disminución de estos últimos reduce la oferta monetaria.
3. La reducción de la oferta monetaria tiende a elevar los tipos de interés y a endurecer las condiciones crediticias. Si no varía la demanda de dinero, una reducción de la oferta monetaria eleva los tipos de interés. Por otra parte, disminuye el volumen de crédito y los préstamos de que dispone el público. Suben los tipos de interés para los que solicitan créditos hipotecarios para adquirir viviendas y para las empresas que desean ampliar sus factorías, comprar nueva maquinaria o aumentar las existencias. La subida de los tipos de interés también reduce el valor de los activos financieros del público, reduciendo el precio de los bonos, acciones, del suelo y de la vivienda.
4. La subida de los tipos de interés y la disminución de la riqueza, tiende a reducir el gasto sensible a los tipos de interés, especialmente la inversión. La subida de los tipos de interés, unida al endurecimiento de las condiciones crediticias y a la reducción de la riqueza, tiende a disminuir los incentivos para realizar inversiones y para consumir. Tanto las empresas como las familias reducen sus planes de inversión y los consumidores deciden comprar una vivienda más pequeña o reformar la que tienen cuando la subida de los tipos de interés de las

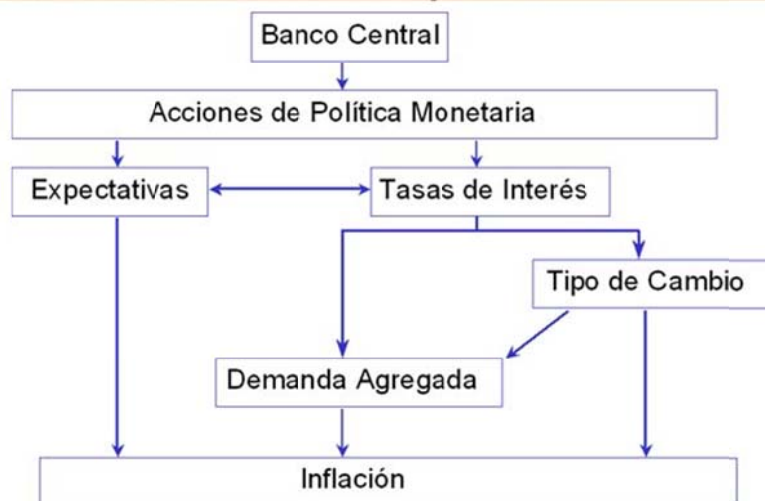
³⁷ Op. cit., p. 26-27

hipotecas hace que las cuotas mensuales sean elevadas en relación con su renta mensual y en una economía cada vez más abierta al comercio internacional, la subida de los tipos de interés puede elevar el tipo de cambio de la moneda y reducir las exportaciones netas. Por lo tanto, el endurecimiento de la política monetaria eleva los tipos de interés y reduce el gasto en los componentes de la demanda agregada que son sensibles a los tipos de interés.

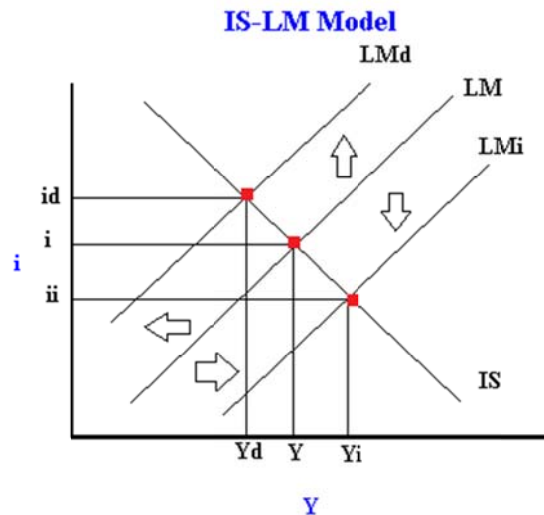
5. Por último, la presión del endurecimiento de la política monetaria, al reducir la demanda agregada, reduce la renta, la producción, el empleo y la inflación. En el análisis de la oferta y la demanda agregadas muestran que un descenso de la inversión y de otros gastos autónomos podía reducir considerablemente la producción y el empleo. Por otro lado, al disminuir éstos más de lo que ocurriría en caso contrario, los precios tienden a subir menos deprisa o incluso bajan. Retroceden las fuerzas inflacionistas. Si el diagnóstico del Banco central sobre la situación inflacionista es acertado, la disminución de la producción y el aumento del desempleo atenuarán las fuerzas inflacionistas.

Esquemáticamente, el proceso es el siguiente:

Mecanismo de Transmisión de la Política Monetaria: Marco Conceptual



En términos del modelo IS-LM, una política monetaria restrictiva supone desplazar la curva LM hacia arriba, con lo que aumentan los tipos de interés y se reduce la renta; una política monetaria expansiva provoca que la curva LM se desplace hacia abajo con lo que los tipos de interés se reducen y se incrementa el nivel de renta:



En este sentido, cuanto mayor sea el grado de integración financiera, más uniformes resultaran tanto la distribución del nuevo dinero que se emita como sus efectos sobre los tipos de interés a lo largo y ancho de toda la unión monetaria, con independencia del nivel de integración de los mercados de bienes y servicios³⁸.

Un segundo motivo por el cual es necesaria la integración de los mercados financieros tiene que ver con las balanzas de pagos de los países miembros de una unión monetaria. Según Allen, éstos deben de estar dispuestos a la posibilidad de que existan transferencias netas a largo plazo dentro de la unión como consecuencia de la tendencia de algunos países a incurrir en déficit exteriores³⁹. Dado que en una unión monetaria, un déficit por cuenta corriente debe financiarse o bien con dinero, o bien con préstamos del exterior, la integración de los mercados financieros permite que

*short-run deficits can be easily financed through the capital account*⁴⁰.

Ingram concreta aún más este argumento:

governments of member nations will still have fiscal authority to carry out policies to facilitate corrective adjustments when balance-of-payments pressures take the form of regional economic problems. Furthermore, with capital markets closely linked through monetary integration, a government can finance such regional programs by issuing bonds in Community capital markets. Such induced capital inflows will help to finance the current-account deficit and offset the

³⁸ Op. cit., p. 32

³⁹ Op. cit., p. 18

⁴⁰ Op. cit., p. 44

*adverse clearing balance resulting from the initial drop in exports, thus providing time for real adjustment to take place*⁴¹.

En términos formales, como se cumple la identidad

$$I = S + (X - M)$$

una caída de las exportaciones implica una reducción de la capacidad de financiación de un país o un incremento de su necesidad de financiación, que se pueden cubrir mediante la obtención de recursos en el exterior a través de la emisión de activos financieros en los mercados de la unión monetaria.

De esta forma, la integración de los mercados financieros se convierte en uno de los pilares básicos en la estructura institucional de una unión monetaria, no solo en términos de política monetaria, sino también de problemas de balanza de pagos. No obstante, advierte Ingram, la integración financiera no es un sustituto de las reformas estructurales cuando éstas resultan necesarias; en ese caso, simplemente suavizan el proceso de ajuste económico.

*We do not argue that financial integration in the above sense would solve all problems of balance-of payments adjustment. Difficult and painful adjustments would still be necessary, especially in the long run. Short-run payment pressures should be greatly eased, however, and attention could be shifted from the problems of short-term liquidity and the volume of international reserves to the more basic problems of resource allocation and economic efficiency*⁴².

Fleming añade un argumento adicional al de Ingram al advertir que la situación con la que pueden encontrarse los países pertenecientes a una unión monetaria que tengan problemas de balanza de pagos y no realicen los ajustes pertinentes es la siguiente:

(...) after they had exhausted their ability to run down reserves or to borrow, would be forced to tolerate, either temporarily or even (in the case of dynamic disequilibrium) indefinitely, a level of unemployment that was higher, and a rate

⁴¹ Op. cit., p. 17

⁴² Ingram (1962), p. 133

*of inflation that was lower, than would correspond to their preferred compromise between the two*⁴³.

En 1973, Robert Mundell continuó por la vía abierta por Ingram en relación con la integración financiera y señaló que la integración financiera en un área monetaria es necesaria para promover la diversificación de carteras para repartir los riesgos entre los componentes de dicho área monetaria, ya que

*A harvest failure, strikes or war in one of the countries causes a loss of real income, but the use of a common currency (or foreign exchange reserves) allows the country to run down its currency holdings and cushion the impact of the loss, drawing on the resources of the other country until the cost of adjustment has been efficiently spread over the future. If, on the other hand, the two countries use separate monies with flexible rates the whole loss (with a qualification) has to be borne alone*⁴⁴.

La clave de este mecanismo de diversificación de riesgos reside en que la utilización de una moneda común en una unión monetaria por parte de uno de sus miembros implica un préstamo involuntario por parte de los demás componentes⁴⁵.

Paul De Grauwe emplea la argumentación de Mundell desde una perspectiva diferente: la de un sistema de aseguramiento frente a choques asimétricos⁴⁶ en una unión monetaria en la que los mercados financieros de los países que forman parte de la misma se encuentran completamente integrados. De Grauwe explica su funcionamiento a través de un ejemplo en el cual se supone que los mercados de acciones de Francia y Alemania están completamente integrados:

As a result of the negative shock, French firms made losses, pushing down French stock prices. Since the equity market is fully integrated, French stocks are also held by German residents. Thus, the latter pay part of the price of the drop in economic activity in France. Conversely, the boom in Germany raises stock prices of German firms. Since these are also held by French residents, the latter find

⁴³ Fleming (1971), p. 468

⁴⁴ Mundell (1973), p. 115

⁴⁵ Op. cit., p. 121

⁴⁶ Por choque asimétrico se entiende una crisis que afecta a uno o varios países miembros de una unión monetaria, pero no al conjunto, o una crisis del total de la unión monetaria que se deja sentir con mucha más intensidad en uno o varios de sus miembros.

*some compensation for the hard economic times in France. Put differently, an integrated stock market works as an insurance system. The risk of a negative shock in one country is shared by all countries. As a result, the impact of the negative output shock in one country on the income of the residents of that country is mitigated*⁴⁷.

En el mercado de bonos, el mecanismo funcionaría de la misma forma. El problema es que este aseguramiento no opera de forma igual para todos los ciudadanos del país en crisis. Aquellos ciudadanos económicamente más favorecidos tendrán más activos financieros y gozarán de más posibilidades de amortiguar el impacto de la crisis. En cambio, aquellos otros más desfavorecidos carecerán de activos que puedan compensar en parte las pérdidas de renta sufridas. Por ello, De Grauwe considera que

*such a private insurance scheme without a public one is certainly going to provide insufficient coverage for a large majority of the French citizens*⁴⁸.

Ese sistema público de seguridad sería la integración fiscal, que se estudia a continuación.

Kalemli-Ozcan, Sorensen y Yosha van más allá y demuestran que la integración de los mercados de bienes y capitales puede dar lugar a una mayor especialización productiva de los países miembros de una unión monetaria y, por tanto, a una mayor frecuencia de choques asimétricos. Sin embargo, la integración del mercado de capitales permite un ajuste *ex post* que suaviza las crisis a través de la restructuración de las carteras de inversión de los residentes en el país afectado, en respuesta a las fluctuaciones de la renta, mediante la compraventa de activos, el endeudamiento y la concesión u obtención de créditos en los mercados internacionales:

*As a consequence of extensive cross-country ownership of productive assets, income shocks may actually become more symmetric despite the greater asymmetry of output shocks*⁴⁹.

Mongelli extrae como corolario de toda la argumentación anterior que

⁴⁷ De Grauwe (2009), p. 13

⁴⁸ Op. cit., p. 13

⁴⁹ Kalemli-Ozcan, Sorensen y Yosha (2001), p. 130

A common currency could be shared by countries subject to idiosyncratic shocks as long as they “insure” one another through private financial markets⁵⁰.

En otras palabras, la integración financiera también funciona como un mecanismo de diversificación de riesgos y de aseguramiento frente a choques asimétricos.

4. Integración fiscal

Según Allen, en una unión monetaria en la que las economías de los estados miembros tienen un alto nivel de integración,

national as well as union welfare may be maximized by the centralization of certain fiscal functions⁵¹.

Paul de Grauwe aporta un argumento adicional acerca de la necesidad de la integración fiscal en una unión monetaria:

A union in which Member States show zero solidarity for the plight of other states cannot hope to have a reasonable chance of survival⁵².

Allen considera que el concepto de federalismo fiscal es muy útil para analizar el nivel apropiado de integración fiscal en una unión monetaria. Por ello, a continuación se exponen los principales elementos del mismo.

4.1 Teoría del federalismo fiscal

Todo país federal necesita de un presupuesto con el que financiar las políticas propias del sector público, como sucede en los estados unitarios. La diferencia es que el presupuesto de las federaciones debe adaptarse a la existencia de dos o más niveles de gobierno, con todo lo que ello implica de división de competencias, reparto del gasto y de las fuentes de ingresos, así como de transferencias entre el gobierno central y las unidades constitutivas. El federalismo fiscal comprende estas cuestiones y se aplica a economías bajo una unión económica y monetaria, con plena libertad de movimientos

⁵⁰ Mongelli (2002), p. 13

⁵¹ Op. cit., p. 57

⁵² De Grauwe (2006), p. 723

del trabajo y del capital y que cuenta con mercados competitivos, aunque con fallos de mercado como son la existencia de bienes públicos de carácter local y externalidades⁵³.

Se entiende por federalismo fiscal

*cualquier sistema político que suponga una distribución vertical real de la capacidad para tomar decisiones económicas públicas*⁵⁴.

En este sentido, el federalismo fiscal se refiere al desarrollo de un sistema presupuestario centralizado que comprende a todos los miembros de la federación o del Estado federal. En los estados federales maduros, como Estados Unidos, el federalismo fiscal opera a través de impuestos y de un sistema de transferencias federales, en adición a los sistemas presupuestarios estatales. En el contexto de la Unión Monetaria Europea, se refiere específicamente al mecanismo fiscal que permite que se puedan transferir recursos, de forma automática, de un Estado miembro a otro de manera similar a cómo se llevan a cabo los procesos de distribución regional en los estados nacionales⁵⁵.

4.1.1. Ventajas del federalismo fiscal

Una unión económica y monetaria se caracteriza por mercados integrados, plena libertad de circulación de bienes, servicios y factores productivos; políticas económicas comunes y una misma moneda. Sin embargo, ello no implica que los estados miembros tengan la misma estructura económica y los mismos elementos institucionales económicos. De esta forma, las economías de algunas unidades constitutivas pueden ser muy flexibles mientras otras pueden ser más rígidas, con lo que su capacidad de respuesta en situaciones de crisis puede variar de unas a otras, sobre todo ante la presencia de choques económicos externos, lo cual puede tener consecuencias para la propia unión. Según Mark Baimbridge y Philip Whyman,

The existence of external shocks, which impact upon individual member states in various ways, undermines the effectiveness of a common monetary and exchange

⁵³ Serrano, p. 43

⁵⁴ Giménez Montero, p. 21

⁵⁵ Baimbridge y Whyman, p. 1

*rate policy. The persistence of these asymmetric shocks into EMU, therefore, provides a potential focus for destabilization in the medium and long term*⁵⁶.

Un presupuesto centralizado tiene más capacidad para ayudar a absorber el impacto de esos choques externos⁵⁷ y/o asimétricos⁵⁸.

Además, hay que tener en cuenta que dentro de una unión monetaria puede haber diferencias en el nivel de renta entre los distintos Estados miembros. Por ello,

*The need to strengthen the cohesion of EMU through redistribution of resources to economically weaker regions, which reinforces political and social solidarity throughout all participating member states, may entail a significantly enhanced role for federal financial authority*⁵⁹.

Críticas⁶⁰

A pesar de esas ventajas, el sistema de transferencias a que puede dar lugar el federalismo fiscal no está exento de críticas. Los economistas neoclásicos, o economistas de la oferta, argumentan que el mercado producirá una estabilización más rápida de cualquier desequilibrio causado por un choque externo. Desde esta perspectiva, lo que tendrían que hacer los gobiernos es invertir en medidas por el lado de la oferta que aseguren una mayor flexibilidad de salarios-precios y/o una mayor movilidad laboral, más que utilizar un substitutivo de política fiscal menos potente.

Además, afirman, unas políticas monetaria y fiscal menos acomodaticias pueden reducir el periodo de tiempo necesario para que se produzca el ajuste, puesto que los actores económicos individuales internalizan más el coste de sus acciones, mientras que la operativa de una unión económica y monetaria puede reducir las rigideces persistentes. Por último, la coordinación política internacional puede minar la credibilidad del banco central y provocar un crecimiento no esperado de la inflación, a causa del debilitamiento de los efectos disciplinarios del tipo de cambio que provocaría un incremento excesivo de la masa monetaria.

⁵⁶ Op. cit., p. 2

⁵⁷ Op. cit., p. 3

⁵⁸ Un choque asimétrico tiene lugar cuando, por ejemplo, en un país miembro de una unión económica y monetaria se produce una caída de la demanda que no afecta a otros estados ni se reproduce en ellos.

⁵⁹ Op. cit., p. 3

⁶⁰ Op. cit., pp- 4-5

Baimbridge y Whyman aceptan estas críticas pero, aun así, siguen defendiendo la utilización de la política fiscal como elemento de estabilización.

Despite these criticisms, however, unless the discipline effect of EMU is powerful and immediate, the short and medium term persistence of price and factor rigidities would appear to necessitate the use of fiscal policy as a stabilizing instrument. (...) Indeed, failure to develop such a stabilizing mechanism could ever result in the collapse of EMU as has been the case in almost all other similar international monetary arrangements which have not been upon a firm national identity. Thus, fiscal federalism may reduce the incentive for any country to leave the EMU⁶¹.

Es decir, en la Unión Monetaria Europea, en caso de crisis la política fiscal tendría que actuar como mecanismo de estabilización, dado que la rigidez de los mercados de factores y productos impediría o dificultaría el ajuste a esta situación y lo haría más doloroso en términos de producción y empleo.

4.1.2. Política anticíclica

Aceptada la necesidad de una política anticíclica en un sistema de federalismo fiscal, ¿a qué nivel de gobierno debe asignarse esta competencia? Según Giménez Montero existen dos grandes inconvenientes para atribuirlos a los gobiernos regionales⁶²:

- La economía de dichos gobiernos tiene un elevado grado de apertura, con lo que los instrumentos típicos de la política fiscal son muy poco eficaces.
- El control de la masa monetaria es incompatible con la existencia de autoridades monetarias subcentrales que actúen de forma independiente.

En consecuencia, la política anticíclica o de estabilización debe quedar en manos de los gobiernos federales o centrales.

⁶¹ Op. cit., p. 5

⁶² Op. cit., p. 23

4.1.3 Distribución de ingresos

En todo modelo federal una de las cuestiones presupuestarias más importantes es cómo se efectúa la distribución de ingresos, a qué nivel de gobierno le corresponden las competencias sobre cada tipo de impuestos. Para Giménez Montero, la distribución óptima debería basarse en los siguientes criterios⁶³:

- Los gobiernos regionales, y especialmente los locales, deben gravar las **bases tributarias que tengan una movilidad interterritorial reducida**.
- Los **impuestos personales con tipos progresivos** deben utilizarse por aquellos gobiernos capaces de implantar con mayor eficacia un impuesto de base global.
- La **imposición progresiva**, que está ideada para asegurar objetivos redistributivos, debería ser, primordialmente, competencia del gobierno central.
- Los **impuestos aptos para fines de política estabilizadora** deberían ser centrales, mientras que los impuestos de los niveles inferiores deberían ser estables, en términos de recaudación, frente a los ciclos económicos.
- Las **bases impositivas que están muy desigualmente distribuidas** entre los territorios deberían ser utilizadas sólo por el gobierno central.
- Los **tributos basados en el principio del beneficio**, así como las **tasas** y los **precios públicos**, son apropiados para cualquier nivel de gobierno.

De la aplicación de los criterios anteriores resulta la siguiente distribución de impuestos por niveles de gobierno:

- **Nivel central:** imposición sintética sobre la renta, imposición sobre el gasto, imposición sobre los recursos naturales, tasas.
- **Nivel regional:** imposición sobre la renta de residentes y no residentes, imposición en destino sobre productos, imposición sobre los recursos naturales, tasas.
- **Nivel local:** imposición sobre la propiedad, imposición sobre las nóminas, tasas.

⁶³ Op. cit., pp. 30-31

Para cuantificar el poder tributario de un gobierno es preciso identificar previamente los ámbitos que pueden albergar tal poder y el tipo de responsabilidades de cada uno. Por lo que respecta a los ámbitos, los cuatro fundamentales son: la capacidad de elaborar la legislación básica, el poder de establecer o alterar los elementos tributarios, la capacidad de gestionar el tributo y la potestad de inspección. En cuanto al tipo de responsabilidades, basta recordar que pueden ser exclusivas o compartidas, y que en éste último caso la participación de ese gobierno puede ser alta, media o baja⁶⁴.

De todas formas, si la recaudación tributaria no se realiza de forma coordinada entre todos los niveles de gobierno, enseguida aparecerán ineficiencias porque se producirán distorsiones fiscales entre distintas jurisdicciones. Estas distorsiones pueden resultar en diferentes tipos impositivos sobre la renta del capital o la renta del trabajo, provocando con ello una asignación ineficiente de estos factores productivos, o también en diferentes tipos en los tributos que gravan la venta o producción de bienes y servicios que distorsionarán los patrones de producción entre jurisdicciones. También pueden originarse a causa de que diferentes jurisdicciones decidan definir las bases tributarias de manera distinta⁶⁵. De aquí se deriva la necesidad de acometer procesos de armonización fiscal dentro de los sistemas federales, con el fin de evitar las distorsiones a que pueden dar lugar en el funcionamiento del mercado interno.

4.1.4 Distribución de gastos

Según Giménez, en el federalismo fiscal se ha entendido tradicionalmente que el sistema óptimo de distribución de las competencias de gasto es el que viene dado por el modelo TMO (Tiebout-Musgrave-Oates). Este esquema defiende la superioridad del gobierno central para desarrollar, con mayores posibilidades de éxito, tanto las políticas anticíclicas como las redistributivas, al tiempo que recomienda la provisión descentralizada de gran parte de los bienes públicos, al existir en este caso importantes ganancias agregadas de bienestar⁶⁶.

⁶⁴ Op. cit., p. 39

⁶⁵ Boadway y Shah (2009), p. 50

⁶⁶ Op. cit., pp. 22-23

En general, según Anwar Shah, la distribución del gasto debe ajustarse a los siguientes principios⁶⁷:

- **Provisión eficiente de servicios públicos.** Los servicios públicos se ofertan de forma más eficiente si se facilitan por aquella jurisdicción que tenga el control del área geográfica mínima que internalizaría los beneficios y costes de su provisión.
- **Eficiencia fiscal.** La toma de decisiones descentralizada resulta en beneficios fiscales netos (beneficios imputados menos carga fiscal) que perciben los ciudadanos, dependiendo de la capacidad fiscal de su lugar de residencia. El Gobierno federal debe desempeñar un papel corrector de esa ineficiencia fiscal.
- **Equidad regional.** Las diferencias regionales en beneficios fiscales netos dan lugar a un tratamiento desigual de los ciudadanos con idénticas rentas, en función de su lugar de residencia. El Gobierno federal debe corregir esas diferencias.
- **El papel redistribuidor del sector público.** Una redistribución efectiva de la renta solo es posible a través de programas nacionales.
- **Provisión de bienes quasi privados.** Se justifica en criterios de igualdad (salud, educación, pensiones).
- **Mantenimiento de la unidad de mercado.** En su competencia por la captación de capital y mano de obra, los niveles inferiores de gobierno pueden incurrir en la política de *qué pague el vecino* (*beggar-thy-neighbour*) y, en el proceso, levantar barreras a la movilidad de bienes, servicios y factores. Las garantías constitucionales a la libre circulación de bienes, servicios y factores puede constituir una alternativa mejor que la asignación de la capacidad reguladora solamente al Gobierno federal.
- **Estabilidad económica.**

⁶⁷ Shah (2007), pp. 9-13

- **Poder de gasto.** Las transferencias condicionadas se utilizan a menudo para determinar las prioridades de los niveles inferiores de gobierno en función de los intereses nacionales percibidos y definidos por el Gobierno federal.

Robin Boadway y Anwar Shah derivan de estos principios el siguiente esquema general de reparto de competencias: en términos generales, el gobierno federal debería ser responsable de las políticas de estabilización, de articular los objetivos nacionales de equidad y redistribución de la renta, de asegurar la provisión óptima de bienes y servicios públicos cuyos beneficios superan las fronteras territoriales de las unidades constituyentes y de mantener un funcionamiento eficiente y estable del mercado único interno de bienes, servicios, trabajo y capitales; los estados, por su parte, deberían ser responsables de la provisión de bienes y servicios públicos de naturaleza estatal o local, es decir, de aquellos cuyos beneficiarios se encuentran mayoritariamente dentro de sus fronteras, y también deberían compartir algunas responsabilidades en las políticas de redistribución con el gobierno federal⁶⁸.

Del esquema anterior se deduce una asignación preferente de las competencias de gasto. Los estados de una federación serían responsables de la provisión de servicios como salud y previsión social, educación en todas sus variantes, servicios sociales, servicios de apoyo a la familia y la infancia, servicios estatales de transporte y comunicación, servicios públicos locales y municipales y gestión de los recursos naturales (incluyendo la gestión de las tierras locales y las cuestiones medioambientales). El gobierno federal, por otro lado, sería responsable de los gastos de naturaleza claramente nacional, incluyendo defensa, asuntos exteriores, comercio internacional, inmigración y justicia. Por razones de política de estabilización, el gobierno federal debería asumir la responsabilidad del banco central y la moneda. Las transferencias a las familias podrían centralizarse si se realizan a través del sistema impositivo o se basan en criterios generales de fácil observación⁶⁹.

4.1.5 Unidad de mercado

Dentro de lo que se conoce como *federalismo de segunda generación*, que asume que los gobernantes pueden tener objetivos distintos de la maximización del bienestar del

⁶⁸Op. cit., p. 111

⁶⁹Op. cit., p. 111-112

ciudadano⁷⁰, aparece la preocupación por la preservación de la unidad de mercado. Como en una federación no hay aduanas internas, los bienes, servicios, trabajo y capitales pueden circular libremente a través de las fronteras estatales. Existe, también, una política arancelaria común con el exterior. Pero, en el plano interno, los estados pueden embarcarse en políticas impositivas, de gasto y regulatorias dentro de sus fronteras que afecten a los flujos transfronterizos de factores y productos. Por ello, Boadway y Shah estiman que

*A reasonable efficiency objective of a federation might be to attain the unimpeded and non-distorted flow of all goods, services, labor and capital across political borders*⁷¹.

Para que un sistema de federalismo fiscal no altere dicha unidad, Barry R. Weingast propone seguir los siguientes principios⁷²:

- **Jerarquía.** Debe existir una jerarquía entre los distintos niveles de gobierno, con una línea clara de autoridad.
- **Autonomía de los estados.** Deben contar con el poder de adaptar las políticas a sus circunstancias particulares.
- **Mercado común.** Los estados de la federación participan en un Mercado nacional sin barreras internas, de forma que los factores y los productos pueden moverse libremente a través de las fronteras estatales.
- **Fuertes restricciones presupuestarias.** Los gobiernos estatales soportan las consecuencias de sus decisiones políticas, de forma que no puedan gastar más allá de sus medios o rescatar indefinidamente a empresas en dificultades.
- **Autoridad institucionalizada.** La descentralización no debe estar bajo el control discrecional o unilateral del Gobierno nacional.

Estos principios llevan, necesariamente, a considerar los aspectos regulatorios que deben acompañar a la descentralización de competencias. Según Boadway y Shah⁷³, para asegurar el funcionamiento correcto del mercado común, la responsabilidad de las

⁷⁰Weingast (2009), p. 280

⁷¹Op. cit., p. 31

⁷²Op. cit., pp. 282-285

⁷³Op. cit., pp. 112-113

funciones regulatorias cuyos efectos sobrepasen las fronteras estatales debería residir en el Gobierno federal. Estas funciones incluyen la regulación del comercio internacional e interestatal de bienes y servicios (incluyendo aspectos tales como la agricultura, las comunicaciones y los transportes), el empleo de los recursos naturales y medioambientales que implique a más de un estado y los mercados de capitales. La regulación del mercado de trabajo, incluyendo las licencias profesionales y comerciales y las legislaciones laborales debería asignarse también al nivel federal, con el fin de mantener sin distorsiones la movilidad laboral dentro del mercado común.

4.1.6 Transferencias intergubernamentales

Por lo general, en todas las federaciones la recaudación tributaria del Gobierno central es superior a sus necesidades financieras, debido fundamentalmente a que los impuestos de mayor capacidad recaudatoria son competencia federal –renta personal, sociedades- o compartida con predominio del ámbito federal –impuestos sobre ventas-. Por su parte, los gobiernos regionales o locales tienen que asumir la mayor parte del gasto, ya que son los niveles más próximos a los ciudadanos y, por tanto, pueden conocer mejor sus demandas de servicios públicos, sus preferencias, y prestarlos mejor. Pero, en muchos casos, el reparto constitucional de competencias da lugar a mayores gastos de los gobiernos regionales o locales de los que pueden financiar con los tributos que tienen asignados. Surge así la necesidad de establecer mecanismos correctores que, por regla general, indica Shah⁷⁴, suelen adoptar la forma de impuestos compartidos o de participación en los ingresos estatales. Además, las federaciones cuentan con un tercer mecanismo para corregir éste y otros desequilibrios: las transferencias.

Las transferencias, indica Shah, son flujos de dinero desde el gobierno central hacia los niveles inferiores, que buscan uno o varios de los fines siguientes⁷⁵:

- Cubrir la diferencia entre ingresos y gastos.
- Establecer unos estándares nacionales mínimos en la provisión de bienes y servicios públicos.

⁷⁴ Op. cit., p. 21

⁷⁵ Op. cit., pp. 28-31

- Igualar los ingresos públicos entre regiones que realizan el mismo esfuerzo fiscal.
- Compensar por las externalidades derivadas del gasto público.
- Influir en las prioridades regionales o locales.
- Cubrir las deficiencias en infraestructuras y crear estabilidad macroeconómica en regiones deprimidas.

Ventajas e inconvenientes⁷⁶

Un modelo de transferencias bien articulado ofrece una serie de ventajas para un sistema federal. En primer lugar, las transferencias dotan de mayor flexibilidad al reparto de competencias y recursos entre niveles de gobierno. Además, permiten una mayor uniformidad del sistema tributario, lo que a menudo redundaría en más recaudación global, mayor progresividad, menor fraude fiscal, menor rivalidad fiscal entre regiones y menores costes de coordinación tributaria. Por último, resuelven problemas financieros de áreas con débil capacidad fiscal.

Las transferencias, sin embargo, también presentan algunos inconvenientes. En primer término, debilitan la perceptibilidad fiscal, al hacer menos patente la relación entre el gobierno que recauda y el gobierno que gasta. En este sentido, a las transferencias se les acusa de aumentar la ilusión fiscal y desincentivar la exigencia de responsabilidades fiscales. Igualmente, un generoso sistema de transferencias garantizadas mediante fórmula desincentiva la utilización de la fiscalidad propia de los gobiernos regionales y locales. Asimismo, cuanto más importantes sean las transferencias en el conjunto de los ingresos de los niveles inferiores de gobierno, mayor es su dependencia financiera y menores son su autonomía y su poder de decisión. En fin, cuantas más transferencias haya, menos tendrá que recurrir un gobierno a sus propios impuestos, lo que no favorece la responsabilidad en el gasto público de los niveles inferiores de gobierno, puesto que los sistemas de transferencias intergubernamentales no incentivan la eficiencia en la gestión presupuestaria y facilitan

⁷⁶Op. cit., pp. 101-102

el despilfarro de los recursos públicos en tanto en cuanto los gestores no son responsables ante sus contribuyentes de los impuestos con que se financian sus gastos.

4.1.7. Acuerdos institucionales para las relaciones fiscales

El reparto de competencias fiscales en una federación, comenta Shah⁷⁷, requiere algún tipo de acuerdo institucional que establezca los criterios de dicha división. Por lo general, las constituciones nacionales establecen los ámbitos competenciales de cada nivel de gobierno, pero no así cuáles son los mecanismos de financiación de las mismas de que dispone cada uno de ellos. De aquí surge la necesidad de establecer mecanismos para articular las relaciones fiscales entre los diferentes niveles de gobierno.

El primer mecanismo, y el más habitual en la práctica, es que el Gobierno nacional decida sobre estas cuestiones por sí mismo, partiendo de la base de que él es el responsable del logro de los objetivos nacionales que tienen que conseguirse a través de los acuerdos fiscales. Otra opción es que una institución se encargue del diseño, reformas futuras y reforzamiento de los acuerdos fiscales. Esta institución podría ser independiente o estar formada por representantes tanto del Gobierno federal como de los estatales. Podría tener una verdadera capacidad de decisión o ser meramente un órgano consultivo. Pero sea cual sea la forma que adopte, para ser eficaz en su cometido necesita contar con la capacidad de coordinar a los dos niveles de gobierno.

5. Políticas de estabilización y redistribución

Con independencia de si los miembros de una unión monetaria adoptan o no el federalismo fiscal, Allen considera que, en cualquier caso, ciertas funciones fiscales deben estar centralizadas porque

*In a monetary union, where the economies of the member nations are highly integrated, national as well as union welfare may be maximized by the centralization of certain fiscal functions*⁷⁸.

⁷⁷ Op. cit., pp. 35-37

⁷⁸ Op. cit., pp. 56-57

Allen descarta la alternativa de una fuerte coordinación de las políticas fiscales nacionales porque la experiencia enseña que ésta no es efectiva cuando los objetivos generales implican algún tipo de conflicto con los intereses nacionales individuales⁷⁹.

La idea inicial de la integración fiscal la expuso en 1969 Peter B. Kenen, el director del Departamento de Finanzas Internacionales de la Universidad de Princeton, Peter B. Kenen, al que pertenecía también Allen y quien colaboraba estrechamente con él. La idea de Kenen surgió en el contexto de la teoría de las áreas monetarias óptimas, más en concreto como reacción al criterio que enunció Robert Mundell en su artículo seminal de 1961 sobre la teoría de las áreas monetarias óptimas, *A Theory of Optimum Currency Areas*, en el que defendía la movilidad del factor trabajo como elemento fundamental para considerar como óptima a un área monetaria pues dicha movilidad es la característica que permite el ajuste en una economía cuyo tipo de cambio es fijo que sufre un choque asimétrico. De ahí concluye que si un país se puede considerar como una región económica con movilidad interna del factor trabajo e inmovilidad externa, los argumentos en favor de los tipos de cambio flexibles son válidos; pero si esa nación es distinta de una región, entonces los tipos de cambio fijos pueden funcionar tan bien como los tipos flexibles. En sus propias palabras,

I have argued that the stabilization argument for flexible exchange rates is valid only if it is based on regional currency areas. If the world can be divided into regions within each of which there is factor mobility and between which there is factor immobility, then each of these regions should have a separate currency which fluctuates relative to all other currencies⁸⁰.

La movilidad del factor trabajo, no obstante, puede ser muy baja o nula dentro de un área monetaria. En ese caso, la política fiscal, según Kenen, puede tener un papel a la hora de combatir recesiones localizadas, es decir, un choque asimétrico en forma de declive de sus exportaciones, déficit de balanza de pagos y desempleo interno que afecte a una región dentro de un área monetaria. Cuando una region sufre este problema,

(...) its federal tax payments diminish at once, slowing the decline in its purchasing power and compressing the cash outflow on its balance of payments. There is also an inflow of federal money –of unemployment benefits. Furthermore,

⁷⁹ Op. cit., p. 60

⁸⁰ Mundell (1961), p. 663

*a region can borrow (or sell off securities) in the national capital market more easily than countries can borrow abroad. Finally, regions can (...) obtain discretionary aid from the central government; special programs of financial and technical assistance to depressed areas have been enacted by a number of countries, including the United States*⁸¹.

Kenen extiende este principio a las áreas monetarias cuando la movilidad del trabajo es imperfecta y se producen crisis derivadas de una caída de las exportaciones de un país:

*(...) fixed-rate countries must be armed with a wide array of budgetary policies to deal with the stubborn "pockets of unemployment" that are certain to arise from export fluctuations combined with an imperfect mobility of labor*⁸².

Esas políticas presupuestarias implican, necesariamente, un sistema de integración fiscal que permita la realización de transferencias interterritoriales.

La política monetaria y la política fiscal, continúa Kenen, deben ir de la mano y, como debe existir una combinación óptima de ambas, deben tener el mismo ámbito geográfico de aplicación. Por ello, en un area monetaria

*There should be a treasury, empowered to tax and spend, opposite each central bank, whether to cooperate with monetary policy or merely to quarrel with it*⁸³.

En otras palabras, Kenen propugna la existencia de un Tesoro o un Ministerio de Finanzas con plenas capacidades de gasto, de establecimiento de impuestos y de recaudación tributaria, que sería la forma mejor de integración fiscal. Esta propiedad de las áreas monetarias óptimas, sin embargo, podría requerir un alto nivel de integración política, así como la voluntad por parte de sus miembros de compartir los riesgos en caso de un choque asimétrico.

Una de las funciones fiscales que, a juicio de Allen, debe estar centralizada es la política de estabilización, porque

the strong spillover effects of national stabilization policies suggest the need minimally to coordinate and harmonize this function in a monetary union. This

⁸¹Kenen (1966), pp. 13-14

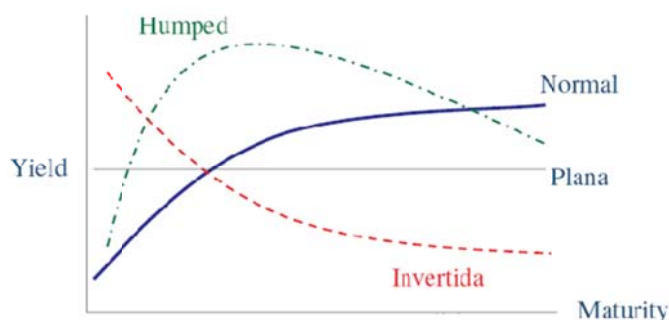
⁸²Kenen (1969), p. 54

⁸³Op. cit., p. 46

*conclusion applies even when the union's objectives may be some combination of national objectives, with a desire to maintain national autonomy. In a monetary union where there is considerable integration of goods and services markets, strong independent national stabilization policies may simply not be possible*⁸⁴.

La ventaja para una unión monetaria de centralizar la política fiscal con fines de estabilización es que una combinación única de políticas monetaria y fiscal puede resultar más efectiva que la suma de dichas políticas por sí solas, debido a la posible percepción del público de una política económica gubernamental unitaria y fuerte⁸⁵. La razón para ello es doble. Por un lado, las emisiones de deuda a corto plazo de los estados miembros para financiar sus déficit presupuestarios supone introducir en el sistema monetario activos semilíquidos que expanden la base monetaria y sobre los que un banco central tiene menos capacidad de control. Con un presupuesto único, es más fácil coordinar esas emisiones con la política monetaria del banco central de la unión, mientras que con los presupuestos nacionales resulta más difícil ya que las emisiones responderán más a los intereses particulares de cada país y no tienen por qué estar coordinadas con la política monetaria del banco central de la unión.

Por otro lado, el banco central de la unión, con el manejo de los tipos de interés a corto plazo, busca influir sobre toda la curva de tipos de interés. La curva de tipos refleja la relación existente entre los tipos de interés correspondientes a activos de naturaleza similar en función del plazo en el que se aplican. Representa, por tanto, la estructura temporal de los tipos de interés. De forma gráfica:



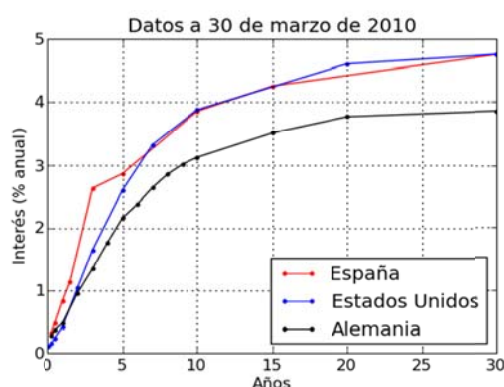
En el eje de abscisas se representa el periodo de maduración de los activos y en el de ordenadas, la rentabilidad. En circunstancias normales, los tipos a largo plazo son mayores que los tipos a corto porque descuentan mayores riesgos de inflación o de

⁸⁴ Op. cit., p. 64

⁸⁵ Op. cit., p. 62

déficit público. Cuando la curva de tipos se invierte, suele ser un indicativo de recesión. Las compras de deuda a largo plazo se aceleran ante las expectativas de recesión e inflación baja que hacen menos atractiva la bolsa y otros activos. Estas compras elevan el precio de la deuda y reducen su rentabilidad, que tiene a caer por debajo de la de la deuda a corto plazo. En el caso de la crisis de la Unión Monetaria Europea, en el que España desde noviembre de 2011, Grecia, Portugal, Irlanda e Italia vieron como su curva de tipos de interés se invertía en la segunda mitad de 2011, la interpretación es distinta: la reducción del diferencial entre los tipos a corto plazo y los tipos a largo se debe a las ventas de deuda a corto plazo ante el temor de una posible suspensión de pagos de estos países, con lo que, en casos como estos, la curva invertida de tipos de interés es un indicador del riesgo de suspensión de pagos.

En una unión monetaria, lo lógico es que la curva de tipos sea igual para todos los estados miembros, con el fin de las acciones que lleve a cabo el banco central de la unión para incidir en la misma afecten por igual a todos los países, es decir, que los impulsos o las restricciones de la política monetaria de la unión se transmitan por igual a todos sus miembros. Una política fiscal centralizada constituye una gran ayuda en este sentido ya que los tipos a largo plazo, que vienen muy influenciados por las condiciones de déficit y deuda pública, serían los mismos para todos los países y, por tanto, las curvas de tipos de interés, serían prácticamente iguales. Sin embargo, si no hay una política fiscal centralizada, se corre el riesgo de que los estados miembros actúen de forma descoordinada, o tengan situaciones presupuestarias y de deuda diferentes, que den lugar a distintas curvas de tipos y, por tanto, a problemas con la transmisión de la política monetaria o, incluso, a problemas de solvencia en determinados estados miembros. El siguiente gráfico es un buen ejemplo de ello:



Como se puede apreciar comparando las curvas de tipos de Alemania y España, la ausencia de una política fiscal centralizada da lugar a este tipo de situaciones, que complican la gestión de la política monetaria.

La centralización de las políticas fiscales de estabilización conlleva la existencia de una autoridad fiscal para toda la unión, lo cual también tiene sus ventajas porque

*a centralized fiscal authority responsible for major stabilization functions could possibly have a higher credit rating and level of confidence than any national government in the union because it represented the entire union economy and had the central monetary authority behind it*⁸⁶.

La segunda política fiscal que debe centralizarse es la política de redistribución.

*For a monetary union of highly integrated economies, there are strong reasons why redistribution policies among individuals should be centralized at the union level. For one thing, if national policies differ, the relative costs and benefits of the various national policies will affect locational decisions of people and industries, producing allocation inefficiencies and distortions*⁸⁷.

Considerado este argumento por sí solo es más una razón para armonizar las políticas fiscales de redistribución que para su centralización. Sin embargo, la armonización implica problemas de financiación de una política de redistribución uniforme porque no todos los países cuentan con la misma capacidad de financiar dicha política. Para evitar estos problemas Allen recomienda la centralización⁸⁸.

Una de las razones fundamentales para la centralización de las políticas de redistribución es que los programas de desarrollo sectorial o regional nacionales se enfrentan a los mismos problemas de financiación que las políticas de estabilización y de redistribución interindividuales si algunos países tienen más sectores o regiones que reciben ayudas que otros. En esa situación, un programa de desarrollo regional ejecutado al nivel de la unión puede ser más importante que aquellos otros ejecutados a

⁸⁶ Op. cit., p. 63

⁸⁷ Op. cit., p. 65

⁸⁸ Op. cit., p. 66

nivel nacional, puesto que permitiría transferencias entre países en vez de que los gobiernos tuvieran que financiarlos acudiendo al endeudamiento externo⁸⁹.

Junto a ello, el incremento del comercio y la libre circulación de factores productivos que se derivan de la formación de una unión monetaria pueden aumentar los problemas de las regiones deprimidas o atrasadas. En consecuencia, la integración monetaria refuerza los argumentos en favor de la existencia de programas de desarrollo regional a nivel de la unión, que permitan transferencias entre países con este fin. Para Allen, esto es una cuestión muy importante porque

*Offsetting the gains of any monetary union are the economic costs that may result from the automatic adjustments of money supplies in response to payments imbalances among nations of the union. Regional assistance can be used as a means of alleviating some of these adjustment costs*⁹⁰.

Para W. Max Corden, una forma de conseguir esos objetivos es que

*The Community Budget may dominate the national budgets; there is perhaps a single income-tax system operated by the Community; and various public services, as well as social security payments, are provided centrally, and thus at a common standard throughout. There are regional policies designed to help areas in distress. An important aspect of such fiscal integration is that there is redistribution among member states, possibly automatic*⁹¹.

Relacionado con ello, otra de las ventajas de la integración fiscal es que ésta permite la recaudación de impuestos a nivel de la unión. La autoridad fiscal central puede establecer criterios tanto para los impuestos como para las transferencias que no tienen que ver con la tributación o los programas de redistribución nacionales, lo que evita la aparición de los problemas relacionados con los países contribuyentes netos, que podrían presionar para reducir su aportación a la Hacienda comunitaria porque obtienen menos de ella que los países receptores netos de ayudas⁹².

La última ventaja de la integración fiscal es que la autoridad fiscal central puede emitir su propia deuda, lo cual puede contribuir a la integración de los mercados

⁸⁹ Op. cit., p. 67

⁹⁰ Op. cit., p. 68

⁹¹ Corden (1972), p. 37

⁹² Op. cit., p. 68

financieros⁹³. Esto, además, supone un beneficio para la gestión de la política monetaria común, debido a que

*the union monetary authority could conduct open-market operations in government securities without having to support one national government over another. And such securities would probably be more acceptable as an asset for intercountry settlement among national banks of the monetary authority than would national-government or private securities*⁹⁴.

Hugh Rockoff apunta una razón más para justificar la integración fiscal desde el punto de vista de los mercados financieros. Este autor estudió el tiempo que tardó Estados Unidos en convertirse en un área monetaria óptima. El proceso duró 150 años como consecuencia de la ausencia de instituciones adecuadas para afrontar las crisis bancarias de carácter regional que tuvieron lugar a lo largo de los siglos XVIII y XIX y el primer tercio del siglo XX, hasta que, a raíz de la Gran Depresión y sus consecuencias tanto sobre el sistema financiero como sobre la economía en general, EE.UU. se dotó de las instituciones adecuadas para afrontar este tipo de crisis, entre ellas un sistema federal de transferencias fiscales.

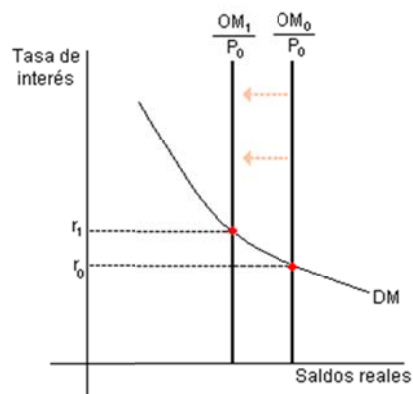
A shock, typically in financial or agricultural markets, would hit one region particularly hard. The banking system in that region would lose reserves producing a monetary contraction that would aggravate the effects of the initial disturbance. Plots of bank deposits by region show these patterns clearly. Often, an interregional debate over monetary institutions would follow. The uncertainty created by the debate would further aggravate the contraction. During these episodes the United States might well have been better off if each region had had its own currency: changes in exchange rates could have secured equilibrium in interregional payments while monetary policy was directed toward internal stability. It is far from clear, to put it differently, that the United States was an optimal currency area. This pattern held until the 1930s when institutional changes, such as increased federal fiscal transfers (which pumped high-powered

⁹³ Op. cit., p. 70

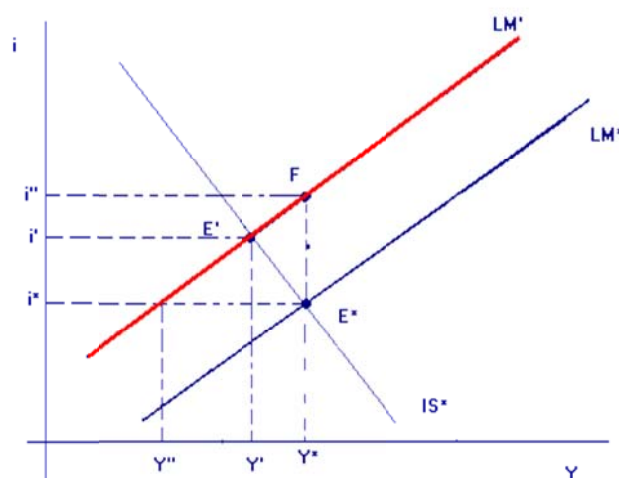
⁹⁴ Op. cit., p. 71

*money into regions that were losing reserves) and bank deposit insurance, addressed the problem of regional banking shocks*⁹⁵.

De lo cual se desprende la recomendación de que, para evitar que choques asimétricos en un país miembro de una unión monetaria no se vean agravados por crisis bancarias inducidas por los mismos es preciso contar con un sistema federal de transferencias fiscales (un presupuesto federal), un sistema de aseguramiento de los depósitos bancarios y, aunque no lo menciona explícitamente, se deduce también la necesidad de un prestamista de último recurso para el sector bancario (un banco central federal). La lógica de esta recomendación es inmediata. Una crisis bancaria reduce el crédito disponible, lo que equivale a una contracción de la oferta monetaria. De forma gráfica,

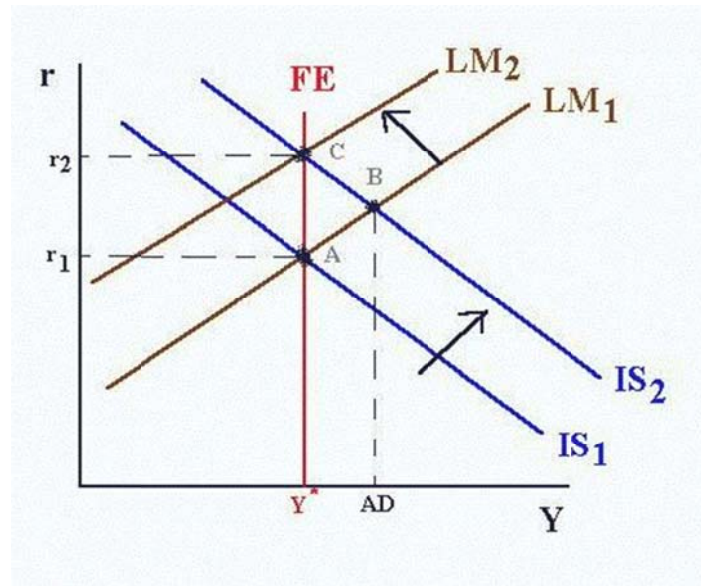


La reducción de la oferta monetaria da lugar a una subida de los tipos de interés que provoca un desplazamiento hacia la izquierda de la curva LM desde la línea azul a la línea roja.



⁹⁵Rockoff (200), p. 2

Ese desplazamiento da lugar a una caída de la producción y la renta que agrava la contracción económica inicial que dio lugar a la crisis bancaria. Un presupuesto federal, sin embargo, podría llevar a cabo transferencias en forma de gasto público que desplazasen la curva IS hacia la derecha, aumentando la producción y la renta.



Con ello la contracción de la actividad económica sería menor e, incluso, ese dinero gastado en esas zonas podría contribuir a suavizar la crisis bancaria en forma de aumento de los depósitos.

Otros autores añaden también la necesidad de que la unión monetaria se dote de reglas fiscales de aplicación a los países miembros, al considerarlas un factor muy importante para la sostenibilidad a largo plazo de la propia unión monetaria. Según Franco Bruni, esas reglas son necesarias para evitar situaciones de riesgo moral y de *free-riding* (gorrón). En relación con el riesgo moral, señala que

The disappearance of national currencies introduces a default risk for all sovereign issues of the monetary union. As the default of a country has substantial spill-over effects, the incentive of each national government to discipline its budget is weakened by the belief that other governments of the union and/or the common central bank have good reasons to bail-out a defaulting country. This justification of stability-pact-type constraints is difficult to confess with sincerity for the authorities, as it presupposes a lack of credibility of the no-bail out clause of Art 103 of the Treaty, an imperfect trust in the robustness of central bank independence as well as in the efficiency of market discipline that should

*discourage excessive borrowing by adding an appropriate default risk premium to the interest rate*⁹⁶.

En este sentido, y respecto a la Unión Monetaria Europea, Christl advierte que

*It appears that financial market agents apply a non-linear risk function to government debt and/or simply do not believe that the no-bail-out clause is irrevocable (Treaty establishing the European Community, Art. 103). Hence, interest rate spreads are only a minor punishment for excessive deficits, at least in the context of the current debt dynamics in the euro area. However, this is no reason for complacency, as a sudden change in the financial market's assessment may cause abrupt and strong corrections in the financial markets at some point in time. Once fiscal imbalances have built up, higher interest rates can quickly trigger a vicious circle of growing debt and increasing interest rates*⁹⁷.

En relación con el problema de *free-riding*, el Banco Central Europeo señala que

*in monetary unions sovereign issuers receive stronger incentives to engage in debt financing because the impact of higher liabilities in the form of higher real rates is not entirely borne by those authorities which embark on fiscal expansion, but more widely shared by all their fellow participants in monetary union*⁹⁸.

Finalmente, Christl señala la importancia del establecimiento de reglas fiscales en tanto en cuanto permiten realizar comparaciones y enjuiciar las distintas políticas seguidas por los diferentes estados miembros de la unión.

*Policymakers have to justify their fiscal stance in relation to the benchmark in international bodies (e.g. the Eurogroup and the ECOFIN in the EU), national bodies (e.g. parliaments) and the public at large*⁹⁹.

Las reglas fiscales tienen, además, una importancia adicional. En ausencia de una política fiscal común, las reglas fiscales, esto es, las limitaciones al déficit presupuestario y los techos a la deuda pública, de cumplirse, permitirán que las curvas de tipos de interés de los distintos estados miembros de la unión monetaria sean muy

⁹⁶ Bruni (2004), p. 1

⁹⁷ Op. cit., p. 215

⁹⁸ BCE (2003), p.42

⁹⁹ Op. cit., p. 215

similares, porque lo serán también los niveles de déficit y deuda respecto al PIB de cada país, lo que facilita la transmisión uniforme de los impulsos de la política monetaria.

¿Cómo deben ser las relaciones entre la autoridad monetaria y la o las autoridades fiscales de una unión monetaria? Avinash Dixit y Luisa Lambertini estudiaron esta cuestión y llegaron a la siguiente conclusión:

If the monetary and fiscal authorities' ideal point in the output-price space, and its tradeoff parameter between the two objectives, can be chosen in advance, then this choice can be made to affect the outcome point and the socially optimal and feasible allocation can be achieved by making both authorities equally and optimally conservative with respect to price level. Alternatively, the socially optimal and feasible allocation can be achieved by making the two authorities care about separate objectives, with the monetary authority target only the price level and the fiscal authority target only output net of deadweight losses¹⁰⁰.

Por su parte, Jordi Gali y Tommaso Monacelli señalan que

In the presence of country-specific shocks and nominal rigidities, the policy mix that is optimal from the viewpoint of the union as a whole requires that inflation be stabilized at the union level by the common central bank, whereas fiscal policy has a country-specific stabilization role, one beyond the efficient provision of public goods¹⁰¹.

6. Supervisión del sistema financiero

Allen considera que las políticas crediticias nacionales pueden afectar y distorsionar el funcionamiento de una unión monetaria. Por ello, considera que

The limiting and distorting effects of national credit policies on union monetary policy constitute a strong argument for either centralizing the authority to conduct credit policies or closely coordinating national credit policies¹⁰².

¹⁰⁰ Dixit y Lambertini (2003), p. 1578

¹⁰¹ Gali y Monacelli (2008), p. 116

¹⁰² Op. cit., p. 76

Siguiendo la estela de Allen, Tommaso Padoa-Schioppa desarrolla la cuestión relativa a la supervisión de los mercados financieros en la Unión Monetaria Europea. En este sentido, critica el principio de reconocimiento mutuo de legislaciones establecido por la Comisión Europea a la hora de afrontar la liberalización de los movimientos de capitales en el seno de la Unión Europea y señala que

The principle of mutual recognition implies that twelve sets of national rules, which may differ in significant respects, will all be in force and co-exist in the same large market. This is bound to trigger what can be called competition between rulebooks. Thus, the convergence of national regulatory systems, which the earlier approach of complete top-down harmonization failed to achieve, should be brought about by market forces or, to be more precise, by the interaction between market forces and national regulators¹⁰³.

Es más, Padoa-Schioppa recalca la necesidad de avanzar hacia la armonización de la legislación básica en materia de supervisión prudencial:

A global market calls for global supervision. As matters stand today, this can only be achieved through intensified cooperation among national supervisors and the convergence of basic prudential regulations¹⁰⁴.

Más adelante, y una vez conocidas las características básicas del diseño institucional de la Unión Monetaria Europea, Padoa-Schioppa añade un nuevo elemento, que los supervisores nacionales actúen como una autoridad única cuando las circunstancias así lo requieran:

we should move as rapidly as possible to a model in which the present division of the geographical and functional jurisdiction between monetary policy and banking supervision plays no significant role. I do not mean necessarily a single authority or a single set of prudential rules. Instead, I mean that the system of national supervisors needs to operate as effectively as a single authority when needed. While the causes of banking problems are often local or national, the propagation of problems may be area-wide¹⁰⁵.

¹⁰³ Padoa-Schioppa (1990) p. 5

¹⁰⁴ Op. cit., p. 24

¹⁰⁵ Padoa-Schioppa (1999) p. 307

En cierto modo, esto es una forma de decir que una unión monetaria necesita un supervisor único, pero, dado que puede resultar difícil conseguir que los países miembros procedan a ceder también esa parcela de soberanía, que permite a los gobiernos nacionales controlar a sus respectivos sectores crediticios, el *second best* sería, entonces, que las autoridades nacionales funcionaran con tal grado de coordinación que llegaran a ser una sola, si las circunstancias así lo requieren.

7. Limitaciones de la teoría y ampliación del modelo

El núcleo duro de las aportaciones sobre las características que debe tener la arquitectura institucional de una unión monetaria data de los años setenta y se produjo dentro del contexto de la teoría de las áreas monetarias óptimas. En consecuencia, su contenido se encuentra fuertemente influido por cómo era la economía internacional en aquellos momentos.

Por entonces, la libertad de movimientos de capitales era más un deseo que una realidad, tanto dentro de la Unión Europea como fuera de ella. Por consiguiente, todavía no se habían estudiado elementos que hoy resultan fundamentales para comprender la economía monetaria internacional. Por ejemplo, hasta 1993, con los trabajos de Paul Krugman, no se conoció que una de las razones de las crisis monetarias es los movimientos de capitales que provocan los diferenciales de rentabilidad o de tipos de interés entre países. De hecho, el mundo que contempla Allen es un mundo en el que la última crisis financiera global se produjo en 1929, casi medio siglo antes, mientras que el mundo de la Unión Monetaria Europea es un mundo de libertad de movimientos de capitales que ha conocido ya varias crisis financieras globales. También es un mundo de economías abiertas, gracias a la liberalización del comercio internacional, frente a un mundo de economías relativamente cerradas como era el de la década de los 70. En consecuencia, el diseño institucional de una unión monetaria que propone Allen, siendo válido en sus postulados, adolece de un defecto fundamental: no tiene en cuenta los cambios en la economía internacional que se producirían después y que afectan a lo que debe ser la estructura institucional de una unión monetaria.

Por otra parte, a mediados de la década de los 70, el ritmo de aportaciones a la teoría de las áreas monetarias óptimas se desaceleró de forma notable. Los

investigadores carecían de ejemplos prácticos de unificaciones monetarias, especialmente en el mundo desarrollado, que les permitieran avanzar en su estudio. Johnson, incluso, la rechazó por entenderla como

*something of a dead-end problem*¹⁰⁶,

mientras que Ishiyama la consideró como

*primarily a scholastic discussion which contributes little to practical problems of exchange rate policy and monetary reform*¹⁰⁷.

¿Por qué ese súbito desinterés? El sistema de tipos de cambio fijos pero ajustables establecido en la conferencia de Bretton Woods había saltado por los aires y, en Europa, el proceso de integración económica y monetaria parecía detenido a causa de la primera crisis del petróleo y de la corta y agitada vida de la serpiente monetaria, que no fue capaz de conseguir la estabilidad cambiaria de las monedas dentro de los márgenes de fluctuación establecidos para las mismas¹⁰⁸.

En la década de los 90, sin embargo, el interés por la teoría de las áreas monetarias óptimas resurgió con fuerza, gracias a los desarrollos de la macroeconomía¹⁰⁹ y la econometría, a la unificación monetaria alemana y, sobre todo, al nuevo impulso que cobró el proceso de integración europea, que dio lugar a la creación de la Unión Monetaria Europea. Los investigadores encontraron en ella el laboratorio en el que poder observar y analizar el fenómeno de la unificación monetaria y contaban con instrumentos analíticos de los que antes carecían. Según Tavlas,

*These developments have allowed the original optimum-currency-area approach to be cast in a new light*¹¹⁰.

A pesar de ese nuevo impulso, la teoría de las áreas monetarias óptimas apenas volvió a ocuparse de los aspectos institucionales de una unión monetaria. Las excepciones, como la de Padoa-Schioppa, se relacionan con los estudios de carácter

¹⁰⁶ Johnson (1969), p. 395

¹⁰⁷ Ishiyama (1975), p. 378

¹⁰⁸ Fernández Navarrete (2010), p. 107

¹⁰⁹ Uno de esos desarrollos fundamentales en la macroeconomía, que influyó de forma notable en la teoría de las áreas monetarias óptimas la demostración, por parte de Milton Friedman, de la inexistencia de un 'trade-off' entre inflación y desempleo que puso en cuestión la validez de la curva de Phillips

¹¹⁰ Tavlas (1993), p. 664

técnico que se llevaron a cabo en la década de los 90 para preparar la puesta en marcha de la Unión Monetaria Europea, pero adolecen de un problema: sus propuestas tienen que acomodarse al clima político de la Unión Europea que, como se verá en el capítulo 5, se caracteriza históricamente, por lo que a la integración monetaria se refiere, por evitar al máximo posible todo lo que suponga cesiones de soberanía nacional a las instituciones comunitarias. En consecuencia, el estudio de los aspectos institucionales de una unión monetaria no evolucionó ni al mismo ritmo que la teoría de las áreas monetarias óptimas, ni en consonancia con los cambios fundamentales que se produjeron en la economía internacional desde 1975.

El resultado de todo ello es un modelo institucional incompleto que, en opinión de quien redacta esta tesis doctoral, debería completarse en, al menos, tres aspectos. En primer lugar, más que supervisores nacionales del sistema financiero que actúen como uno solo en tiempos de crisis, como propugna Padoa-Schioppa, se necesitan instituciones comunitarias de supervisión. La liberalización de los movimientos de capitales en la Unión Europea ha dado lugar a la aparición de un mercado financiero con niveles altos de integración, como se verá más adelante. Como resultado de ello, han aparecido entidades financieras de carácter paneuropeo que operan en varios estados miembros de la Unión Monetaria Europea. Y derivado de todo ello ha surgido la necesidad de una supervisión macroprudencial con el fin de prevenir y afrontar los riesgos sistémicos, más probables en mercados integrados y con liberalización de movimientos de capitales. Por todo ello se necesitan supervisores europeos del sistema financiero. La crisis financiera internacional, como se verá más adelante, ha puesto de manifiesto esta necesidad porque la colaboración entre las autoridades nacionales de supervisión no ha funcionado y porque en el seno de la Unión Monetaria Europea operan bancos con actividades en varios países de la misma que, en caso de entrar en dificultades, supondrían un riesgo para el conjunto del sistema bancario de la zona euro.

En segundo término, una unión monetaria necesita dotarse de mecanismos de gestión de crisis financieras. La integración de los mercados y la liberalización de los movimientos de capitales está dando lugar a la aparición de crisis financieras internacionales, desconocidas en el mundo compartimentado de las restricciones a los movimientos de capital. Estas crisis financieras se pueden transformar en crisis de deuda soberana que pongan en cuestión la viabilidad de la unión monetaria, tal y como sucede con la crisis actual, a través de los problemas presupuestarios de los países que

tengan que acudir al rescate de sus sistemas financieros con dinero público. Además, la lógica de un mercado integrado supone que, en estos casos, las soluciones de mercado que resulten factibles puedan aplicarse a nivel de la unión, dirigidas por una institución comunitaria. Por ello se precisa un sistema institucional de gestión de crisis financieras.

Por último, la literatura sobre las uniones monetarias ha prestado mucha atención a la coordinación y control de las políticas presupuestarias de los estados miembros, pero no así a la evolución de otras variables macroeconómicas que, como vimos en el capítulo anterior, explican también la crisis de la Unión Monetaria Europea. El problema fundamental reside en que la Unión Monetaria Europea es un proyecto colectivo que se pretende alcanzar no con medios colectivos, sino con medios individuales o nacionales. Para superar este problema, los tratados europeos propugnan la coordinación de las políticas económicas y la supervisión multilateral de las mismas, en especial, de la presupuestaria. Con este fin se establecieron reglas fiscales, bajo la forma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, tal y como propugna la teoría sobre las instituciones de una unión monetaria. Esas reglas, sin embargo, no han resultado todo lo sólidas que deberían haber sido. Además, para las restantes variables macroeconómicas no hay regla alguna ni se les ha prestado la atención debida. Todo ello requeriría alguna forma de gobierno económico de la zona euro, que implique no solo objetivos comunes, sino también políticas comunes decididas entre todos los estados miembros y de obligado cumplimiento para todos ellos, con el fin de salvaguardar la estabilidad de la unión monetaria. Además, debería redefinirse el papel del Banco Central Europeo, pero esta cuestión se verá más adelante.

Junto a todo ello, deberían reforzarse los poderes del Parlamento Europeo para que esta institución pudiera ejercer el control democrático de todos estos elementos.

4. El diseño institucional de la UE

Una vez vistos los elementos que deben conformar la arquitectura institucional de una unión monetaria para que ésta sea estable en el tiempo, se pasa a estudiar en qué medida el diseño de la Unión Monetaria Europea se corresponde con dicho patrón y cuales son los fallos de la misma en relación con él. En este sentido, conviene hacer un análisis, en primer lugar, de hasta qué punto los fallos de diseño de la Unión Monetaria Europea son específicos de ella o, por el contrario, son también propios de aquellos países constituidos como sistemas federales, dado que, como se verá a continuación, también se puede caracterizar a la Unión Europea como un sistema federal.

Con el fin de poder identificar los fallos específicos de la arquitectura institucional de la Unión Monetaria Europea primero es necesario ponerla en relación con algún tipo de sistema político con el que se puedan realizar comparaciones. En este sentido, es preciso tener en cuenta que la UE es algo único en la historia, que carece de precedentes y, por tanto, se trata de algo novedoso. Como proceso de integración, tampoco hay ninguno que se le parezca, puesto que los que están en marcha en estos momentos no alcanzan ni la duración, ni la amplitud, ni el grado de desarrollo, ni la profundidad de que hace gala el proyecto de construcción europea. En consecuencia, esos procesos no sirven de referente. Si se atiende exclusivamente al ámbito de la Unión Monetaria Europea, ésta tampoco encuentra elementos de comparación con experiencias pasadas de integración monetaria, ya que las mismas, por ejemplo, la Unión Monetaria Latina o la Unión Monetaria Escandinava, se basaban en sistemas monetarios metálicos, centrados en el patrón oro, en los que la oferta monetaria venía determinada por las reservas de oro del país y cuya gestión no tiene nada que ver con la de los sistemas monetarios modernos, basados en patrones fiduciarios y en bancos centrales que pueden manejar la oferta de dinero a voluntad.

Por otra parte, se podría considerar, siguiendo a Donato Fernández Navarrete, que la UE es una forma de organización internacional, si bien

no es una organización internacional pura, ni por supuesto una confederación o federación; pero, al mismo tiempo, participa de todas estas categorías. En ella conviven elementos de cooperación (caso de la PESC) y de integración (instituciones supranacionales, competencias, presupuesto, etc.), de confederación política (Consejo Europeo) y de federación económica (cuyo mejor ejemplo es la UEM)¹¹¹.

Esos elementos propios de un sistema federal y el hecho de que, en su seno existen unas relaciones políticas y de poder entre los Estados miembros y entre estos y la propia Unión, hacen que la UE conforme un sistema sin reflejo alguno en ninguna otra organización internacional, cuya existencia es fruto de las relaciones políticas entre sus miembros y de la plasmación de las mismas en instituciones y formas de gobierno común. Precisamente por ello, y con el fin de encontrar los referentes adecuados para un análisis comparativo, lo primero es estudiar la naturaleza política de la UE.

1. La Unión Europea como sistema federal

La Unión Europea constituye un sistema federal en tanto en cuanto cumple los requisitos para ser considerada como tal, de acuerdo con la definición de Ronald L. Watts, según la cual por sistema federal se entiende

un sistema político en el que, a diferencia de los sistemas unitarios donde hay una autoridad central única, hay dos o más niveles de gobierno, de modo que se combinan elementos de gobierno compartido en las instituciones comunes y autogobierno regional en las unidades constituyentes¹¹².

Conforme a esta definición, para que se pueda hablar con propiedad de sistema federal deben darse, al menos, dos niveles de Gobierno. En el caso de la UE existen: el comunitario o europeo, el nacional y, en aquellos países con una estructura federal o descentralizada, como Alemania o España, también el regional. Asimismo, deben existir elementos de gobierno compartido, lo que sucede igualmente en la UE, en donde se combinan los poderes de las instituciones europeas propiamente dichas, como la

¹¹¹ Fernández Navarrete (2010), p. 247

¹¹² Watts (2006), p. 105

Comisión Europea, el Parlamento Europeo, el Tribunal Europeo de Justicia o el Banco Central Europeo, con la capacidad de los Estados nacionales para ejercer su influencia a nivel comunitario a través del Consejo Europeo. Por último, las unidades constitutivas deben contar con capacidad para autogobernarse, lo que también es el caso de la Unión Europea, en tanto en cuanto los Estados miembros mantienen un elevado grado de independencia para administrar sus asuntos.

La Unión Europea, empero, aunque se pueda caracterizar como un sistema federal, no es todavía un Estado. Sin embargo, como señala Michael Burgess,

*it does have several institutional features and policy-making characteristics of an established federation. The increasingly complex decision-making procedures, involving co-operation and co-decision, between intergovernmental and supra-national institutions are similar in many respects to those of a working federation*¹¹³.

Estas características institucionales a las que se refiere Burgess permiten encontrar en los países constituidos como federaciones el referente adecuado a partir del cual poder apreciar las fortalezas y debilidades de la arquitectura institucional de la Unión Europea, y más en concreto de la Unión Monetaria Europea, con el fin de detectar las limitaciones institucionales propias de la misma, y aquellas otras comunes con los sistemas federales, que pudieran explicar la crisis del euro. Para ello, es preciso comenzar por la división de competencias en los Estados federales, de acuerdo con los principios del federalismo fiscal vistos en el capítulo 3, y comparar después cómo se produce ese mismo reparto entre la Unión Europea y los Estados miembros.

2. División de competencias en los sistemas federales

A partir del estudio de todas las federaciones que existen en el mundo, George Anderson establece las siguientes características de la división de competencias en una federación entre los distintos niveles de gobierno¹¹⁴:

- **Moneda:** siempre federal.
- **Defensa:** siempre federal.

¹¹³ Burgess (2000), p. 29

¹¹⁴ Anderson (2008), p. 45

- **Ratificación de tratados internacionales:** casi siempre federal; a veces unidades constitutivas.
- **Comercio exterior:** habitualmente federal, ocasionalmente concurrente entre el Gobierno federal y los gobiernos regionales.
- **Comercio interestatal:** generalmente federal; ocasionalmente concurrente.
- **Comercio intraestatal:** usualmente las unidades constitutivas; a veces concurrente.
- **Grandes infraestructuras:** generalmente federal; a veces concurrente.
- **Educación primaria/secundaria:** generalmente unidades constituyentes; ocasionalmente concurrente.
- **Educación superior e investigación:** no hay patrón claro.
- **Deuda pública:** mezcla de federal y concurrente.
- **Pensiones:** o federal, o concurrente.
- **Sanidad:** generalmente unidades constitutivas; a veces concurrente.
- **Recursos minerales:** no hay un patrón claro.
- **Agricultura:** no hay un patrón claro.
- **Medio ambiente:** generalmente concurrente; pocas veces unidades constitutivas.
- **Régimen local:** generalmente unidades constituyentes; ocasionalmente compartido.
- **Sistema judicial:** generalmente compartido; pocas veces federal o unidades constitutivas.
- **Aduanas/impuestos sobre el consumo:** casi siempre federal; a veces concurrente.
- **Impuestos corporativos y personales:** generalmente conjunto; a veces federal.

Esta división de competencias encaja bastante bien con el patrón establecido por el federalismo fiscal.

Dado que la mayor parte de federaciones son de constitución reciente, lo que implica que todavía no han perfeccionado sus sistemas de distribución de competencias,

Watts¹¹⁵ prefiere centrar su estudio en las de mayor tradición histórica y detalla la división de competencias en los siguientes cuadros (F: federal; C: compartido; E: estatal; FC: federal, en ocasiones compartido; CF: compartido, en ocasiones federal).:

Tabla 1a SISTEMA FINANCIERO Y RELACIONES FISCALES

Impuestos	Canadá	EE.UU.	Suiza	Australia	Alemania	Austria
Aduanas/Impuestos Especiales	F	F/C	F	F	F	F
Sociedades	FE	C	F	C	C	F
Renta personal	FE	C	FS	C	C	F
Ventas	FE	C	F	C	C	F
Otros			FE			
Nivelación	F		F		FE	
Deuda y préstamo						
Deuda pública federal	F	F	F	F	F	F
Crédito internacional	FE	FE	FE	C	FE	F
Crédito interno	FE	FE	FE	C	FE	

Tabla 2a POLÍTICA EXTERIOR Y DE SEGURIDAD

	Canadá	EE.UU.	Suiza	Australia	Alemania	Austria
Diplomacia			F		F	F
Defensa	F	FE	F	FE	F	F
Tratados	F	F	FE	F	FE	F
Ciudadanía	F	F	F	F	F	FE
Inmigración	C	C	C	C	F	F
Migración interna					C	

Tabla 3a UNIÓN ECONÓMICA

	Canadá	EE.UU.	Suiza	Australia	Alemania	Austria
Derecho mercantil	F	F	F	F	C	F
Comercio exterior	F	F	F	C	F	
Comercio interestatal	F	F	F	C	C	
Comercio intraestatal	E	E		E	C	
Sistema monetario	F	F	F	F	F	F
Banca	FE	C	F	C	C	F
Quiebras financieras	F	FE		C		F
Seguros	FE	FE	FE	C	C	F

Tabla 4a TRANSPORTES Y COMUNICACIONES

	Canadá	EE.UU.	Suiza	Australia	Alemania	Austria
Carreteras y puentes	E	FE	FE	FE	C	FE
Ferrocarriles	FE	FE	F	FE	FC	F
Transporte aéreo	F	F	F	FE	F	F
Telecomunicaciones	FE	FE	F	C	F	F
Correos	F	F	F	C	F	F
Medios audiovisuales	F	F	F	C	C	

¹¹⁵ Op. cit., pp. 256-260

Tabla 5a AGRICULTURA Y RECURSOS NATURALES

	Canadá	EE.UU.	Suiza	Australia	Alemania	Austria
Agricultura	C	E	F	EC	C	F
Pesca	FE	E	F	FE	C	
Recursos naturales	FE	E		E	C	F
Energía	F	FE	F	C	C	F

Tabla 6a ASUNTOS SOCIALES

	Canadá	EE.UU.	Suiza	Australia	Alemania	Austria
Educación primaria y secundaria	E	E	CE	E	E	FE
Educación superior	E	FE	FCE	FE	C	F
I+D		FE	F	FE	EC	FE
Hospitales	EF	EF	E	FE	C	C
Sanidad	E	E	C	E	C	FE
Trabajo y servicios sociales			FE		C	
Seguro de desempleo	F	FE	C	C	C	F
Salario mínimo	FE		FC	C	C	F
Servicios sociales	EF	EF	C	C	C	E
Pensiones	C	C	C	C	C	F

Tabla 7a JUSTICIA Y SEGURIDAD CIUDADANA

	Canadá	EE.UU.	Suiza	Australia	Alemania	Austria
Derecho civil	E	E	F	FE	CE	FE
Der. Penal	F	E	F	E	C	FE
Justicia	FE	FE	E	FE	C	F
Seguridad pública	FE	FE	C	EF	CE	FE
Sistema penal	FE	FE	E	E	C	F

Tabla 8a OTRAS COMPETENCIAS

	Canadá	EE.UU.	Suiza	Australia	Alemania	Austria
Lengua	FE		FE			
Cultura	FE		C			
Aborígenes	F	F		C		
Medio Ambiente	FE	FE	FE	FE	C	FE
Administración local	E	E	E	E	E	E

Nuevamente, la distribución de competencias en las federaciones de más larga tradición se corresponde con los principios del federalismo fiscal.

3. Análisis comparativo de sistemas federales

Las clasificaciones de las competencias propias de los gobiernos centrales y de las unidades constitutivas en el seno de una federación que realizan Anderson, por un lado, y Watts, por otro, permiten llevar a cabo un análisis comparativo de la estructura institucional de la Unión Europea en relación con los países de tipo federal. En primer

lugar se efectuará el análisis comparativo a partir de las características de todas las federaciones del mundo que establece Anderson, que se recogen en el siguiente cuadro junto con lo que es la distribución de competencias en la Unión Europea. Con posterioridad se realiza ese mismo análisis para la distribución de competencias que encuentra Watts entre las federaciones de más larga tradición histórica. Del primer caso se pueden extraer pautas generales. Mediante la comparación de la Unión Europea con la clasificación de Watts se puede profundizar en el análisis de las limitaciones institucionales de la UE, ya que la clasificación de Watts es mucho más detallada que la de Anderson. Además, al realizarse con las federaciones de más larga tradición histórica, y, por tanto, que han tenido que afrontar muchas más vicisitudes que las de reciente formación, permiten incorporar al análisis muchas de las experiencias adquiridas en la gestión de crisis económicas, financieras y monetarias y reflejadas en la distribución de competencias.

Competencia	Federaciones	Unión Europea
Moneda	F	F ¹
Defensa	F	E
Ratificación tratados	FC	F
Comercio exterior	FC	F
Comercio interestatal	FC	F
Comercio intraestatal	E	E
Infraestructuras	F	E
Educación primaria/secundaria	E	E
Educación postsecundaria	--	E
Deuda pública	FC	E
Pensiones	F o C	E
Sanidad	E	E
Recursos naturales	--	E
Agricultura	--	F
Medio ambiente	C	CF
Régimen local	E	E
Justicia	C	E
Aduanas/Impuestos consumo	FC	FC
Impuestos corporativos y personales	CF	E

1: Sólo para los miembros de la unión monetaria europea

Del análisis del cuadro anterior se desprende que

- De las funciones tradicionales de un Estado –defensa, justicia y representación exterior (Anderson incluye seguridad ciudadana en el capítulo

de justicia)- en la Unión Europea sólo la representación exterior, limitada a las relaciones comerciales internacionales y al medio ambiente, se efectúa a nivel comunitario, mientras que en las federaciones las tres competencias tienen rango federal. Por lo que a representación exterior y asuntos económicos y monetarios se refiere, aunque la Unión Monetaria Europea cuenta con instituciones de gobierno común -el Banco Central Europeo y el Sistema Europeo de Bancos Centrales-, ninguna institución comunitaria está dotada de poderes de representación de la zona euro a nivel internacional, por lo que, en las reuniones celebradas por el G-8 y el G-20 para tratar de la crisis financiera internacional, ésta no ha concurrido con una voz única, sino que ha estado representada por aquellos estados miembros de la Unión Monetaria Europea con derecho a asiento en las reuniones.

- Las políticas sociales en la Unión Europea son todas ellas competencia de los estados nacionales. En las federaciones también se sitúan en el ámbito estatal o, incluso, en el nivel local, con la excepción de la política de pensiones, que es siempre federal por constituir un mecanismo de igualdad en la redistribución de la renta y de cohesión social.
- Las competencias económicas en la Unión Europea se sitúan generalmente en el nivel comunitario, puesto que la UE es una unión económica y monetaria. En los estados federales también suelen situarse a nivel federal por la misma razón, si bien hay algunas diferencias llamativas. En primer lugar, la política de infraestructuras adquiere rango federal en las federaciones puesto que las infraestructuras constituyen un elemento fundamental para la vertebración e integración territorial de las mismas e, incluso, para la conformación de un mercado único en su seno. En cambio, en la Unión Europea ésta es una competencia estatal, si bien las autoridades comunitarias tratan de influir en los gobiernos nacionales a través de las ayudas de la política de cohesión destinadas a financiar proyectos de infraestructuras que permitan construir redes europeas. Además, en todas las federaciones, la gestión de la moneda tiene lugar a nivel federal, lo mismo que en la Unión Europea para los países pertenecientes a la zona euro. Sin embargo, mientras en las federaciones la gestión federal de la moneda viene acompañada por la gestión federal de la deuda pública, en el caso de la UE dicha competencia sigue en manos de los estados nacionales. En

consecuencia, la UE no puede realizar emisiones ni ofrecer avales o garantías a las emisiones nacionales de deuda en tiempos de crisis financiera o fiscal, ya sea ésta de carácter nacional, ya de carácter comunitario. Por último, la UE tiene las competencias en materia de aranceles exteriores y las comparte en los impuestos sobre el consumo, lo mismo que en las federaciones. Sin embargo, en los impuestos societarios y personales, la competencia en la UE es estatal mientras que en las federaciones es compartida o tiene rango federal. Además, y salvo en el ámbito de los aranceles exteriores, las competencias comunitarias en el terreno tributario son estrictamente de carácter normativo, entendiendo por tal la fijación de unos mínimos comunes armonizados para las bases imponibles y los tipos impositivos. Lo que no tiene es capacidad recaudatoria propia que pueda manejar libremente para obtener ingresos con los que financiar programas de ayudas para países o regiones deprimidas o que sufren una crisis económica, ni poder para establecer desgravaciones fiscales con el mismo fin.

A partir de este primer análisis ya se pueden extraer algunas conclusiones. En primer lugar, los problemas institucionales de la Unión Europea, o de la Unión Monetaria Europea, no derivan de su carácter de sistema federal, sino, precisamente, de que no es un sistema federal completo, de acuerdo con el patrón establecido por el federalismo fiscal, por lo que no ha sido posible dar una respuesta común a nivel de la zona euro a las circunstancias de la crisis. La carencia más importante es que, a partir del reparto de competencias entre la Unión Europea y los estados miembros, ésta no cuenta con capacidad para emitir deuda pública de la unión, cuando esa capacidad es uno de los requisitos establecidos por Allen para el buen funcionamiento de una unión monetaria. El resultado ha sido la aparición de los problemas relacionados con la prima de riesgo de la deuda pública, que se transformaron en crisis de deuda soberana, porque la Unión Monetaria Europea no puede emitir deuda para obtener recursos con los que realizar transferencias a los países en crisis. Teniendo en cuenta que la UE también carece de competencias sobre dos figuras tributarias tan importantes en términos de recaudación como los impuestos sobre la renta personal y sobre sociedades, tampoco puede desarrollar políticas de estabilización, mientras que su capacidad para llevar a cabo políticas de redistribución, que la tiene a través de la política de cohesión, es limitada tanto en los fines como en los medios de que dispone para ello. Por último, y aunque esto no es una condición necesaria para el buen funcionamiento de una unión

monetaria, el hecho de que la zona euro no pueda hablar con una sola voz en el Fondo Monetario Internacional y en el G-20, que tratan de gestionar las crisis financieras y monetarias internacionales, limita su capacidad de influencia en los mismos.

Pasemos, a continuación, al análisis comparativo en relación con la distribución de competencias que establece Watts para las federaciones de más larga duración en el tiempo. Lo mismo que para el caso de Anderson, se utilizarán las tablas elaboradas por Watts a las que se añadirá, al final, una nueva columna que incluya a la Unión Europea. Dichas tablas ampliadas se recogen a continuación:

Tabla 9b SISTEMA FINANCIERO Y RELACIONES FISCALES

Impuestos	Canadá	EE.UU.	Suiza	Australia	Alemania	Austria	UE
Aduanas/Impuestos especiales	F	F/C	F	F	F	F	F/C
Sociedades	FE	C	F	C	C	F	E
Renta personal	FE	C	FC	C	C	F	E
Ventas	FE	C	F	C	C	F	F/C
Otros			FE				
Nivelación	F		F		FE		
Deuda y crédito							
Deuda federal	F	F	F	F	F	F	
Crédito internacional	FE	FE	FE	C	FE	F	E
Crédito interno	FE	FE	FE	C	FE		E

Tabla 10b POLÍTICA EXTERIOR Y DE SEGURIDAD

	Canadá	EE.UU.	Suiza	Australia	Alemania	Austria	UE
Diplomacia			F		F	F	E
Defensa	F	FE	F	FE	F	F	E
Tratados	F	F	FE	F	FE	F	FC
Ciudadanía	F	F	F	F	F	FE	EC
Inmigración	C	C	C	C	F	F	E
Migración interna					C		E

Tabla 11b UNIÓN ECONÓMICA

	Canadá	EE.UU.	Suiza	Australia	Alemania	Austria	UE
Derecho mercantil	F	F	F	F	C	F	E
Comercio exterior	F	F	F	C	F		F
Comercio interestatal	F	F	F	C	C		F
Comercio intraestatal	E	E		E	C		E
Sistema monetario	F	F	F	F	F	F	F
Banca	FE	C	F	C	C	F	E
Quiebras financieras	F	FE		C		F	E
Seguros	FE	FE	FE	C	C	F	E

Tabla 12b TRANSPORTES Y COMUNICACIONES

	Canadá	EE.UU.	Suiza	Australia	Alemania	Austria	UE
Carreteras y puentes	E	FE	FE	FE	C	FE	E
Ferrocarriles	FE	FE	F	FE	FC	F	E
Transporte aéreo	F	F	F	FE	F	F	FC
Telecomunicaciones	FE	FE	F	C	F	F	FC
Correos	F	F	F	C	F	F	E
Medios audiovisuales	F	F	F	C	C		E

Tabla 13b AGRICULTURA Y RECURSOS NATURALES

	Canadá	EE.UU.	Suiza	Australia	Alemania	Austria	UE
Agricultura	C	E	F	EC	C	F	F
Pesca	FE	E	F	FE	C		F
Recursos naturales	FE	E		E	C	F	E
Energía	F	FE	F	C	C	F	E

Tabla 14b ASUNTOS SOCIALES

	Canadá	EE.UU.	Suiza	Australia	Alemania	Austria	UE
Educación primaria y secundaria	E	E	CE	E	E	FE	E
Educación superior	E	FE	FCE	FE	C	F	EC
I+D		FE	F	FE	EC	FE	E
Hospitales	EF	EF	E	FE	C	C	E
Sanidad	E	E	C	E	C	FE	E
Trabajo y servicios sociales			FE		C		E
Seguro desempleo	F	FE	C	C	C	F	E
Salario mínimo	FE		FC	C	C	F	E
Servicios sociales	EF	EF	C	C	C	E	E
Pensiones	C	C	C	C	C	F	E

Tabla 15b JUSTICIA Y SEGURIDAD CIUDADANA

	Canadá	EE.UU.	Suiza	Australia	Alemania	Austria	UE
Derecho civil	E	E	F	FE	CE	FE	E
Derecho penal	F	E	F	E	C	FE	E
Justicia	FE	FE	E	FE	C	F	E
Seguridad pública	FE	FE	C	EF	CE	FE	E
Sistema penal	FE	FE	E	E	C	F	E

Tabla 16b OTRAS COMPETENCIAS

	Canadá	EE.UU.	Suiza	Australia	Alemania	Austria	UE
Lengua	FE		FE				
Cultura	FE		C				
Aborígenes	F	F		C			
Medio Ambiente	FE	FE	FE	FE	C	FE	FE
Administración local	E	E	E	E	E	E	E

Del análisis de las tablas anteriores se desprende que:

- En lo referente al sistema financiero y las relaciones fiscales, las conclusiones que se pueden extraer son las mismas que con la clasificación de Anderson. A ello hay que añadir tres cuestiones. En primer lugar, la Unión Europea carece de competencias en materia de crédito internacional, lo cual implica que ni puede contraerlo, ni avalarlo o garantizarlo a otros niveles inferiores de gobierno. En segundo término, tampoco cuenta con esas competencias en materia de crédito interno. En consecuencia, aquí se produce una asimetría con los estados federales ya que la Unión Europea, o, más concretamente, la Unión Monetaria Europea, tiene atribuidas las competencias en lo referente a la gestión de la política monetaria; sin embargo, otras competencias complementarias con ella, como son las relativas al crédito a o de las administraciones públicas, así como todo lo relativo a la deuda pública permanecen en manos de los Estados nacionales, con la excepción de los criterios sobre déficit y deuda que impone el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Por último, la Unión Europea carece de competencias sobre el impuesto de la renta personal y el impuesto de sociedades, mientras que en el impuesto sobre ventas -el IVA, en el caso de la UE- las competencias comunitarias son de carácter normativo, no de recaudación. En consecuencia, la Unión Europea no puede utilizar la política

fiscal ni con fines de estabilización, ni con fines redistributivos, porque carece de la capacidad normativa y de recaudación para poder hacerlo, en contra de lo que propugna Allen en relación con las uniones monetarias y la integración fiscal.

- En política exterior y de seguridad las conclusiones que se alcanzan son las mismas que al realizar el análisis con la clasificación de Anderson.
- En lo referente a la unión económica, la asignación de competencias en la UE es similar a la de las federaciones, con dos excepciones. La primera de ellas se refiere al Derecho Mercantil, el cual sigue siendo una competencia estatal en la UE como consecuencia tanto de que se deriva de la tradición jurídica de cada país como del hecho de que en el seno de la UE coexisten diferentes tradiciones jurídicas. Sin embargo, el reconocimiento mutuo de legislaciones, el proceso de armonización normativa y las directivas comunitarias para completar el Mercado Único está dando lugar a una progresiva homogeneización. En cualquier caso, al tener que incorporar todos los miembros de la UE la legislación comunitaria en su Ordenamiento Jurídico, ningún Estado puede legislar en contra de los principios y normas comunitarias. La segunda excepción se refiere a la banca, las quiebras financieras y los seguros, que podríamos agrupar en un solo capítulo: supervisión del sistema financiero. La gestión del sistema monetario está en manos comunitarias, en concreto, es competencia del Banco Central Europeo y del Sistema Europeo de Bancos Centrales. Pero, a diferencia de las federaciones, la supervisión de las entidades de crédito en la UE sigue en manos de los estados miembros, pertenezcan o no a la zona euro, a pesar de que, desde 1993, la libertad de circulación de capitales en el seno de la Unión Europea es una realidad y de que en la Unión ya hay bancos que operan con carácter supranacional que, en 2007, el año en que estalló la crisis financiera internacional, acumulaban más del 68% del total de activos en manos de los bancos de la UE, según los datos del Banco Central Europeo.
- En transportes y comunicaciones, las competencias son de carácter federal. En la UE, por el contrario, siguen siendo nacionales, excepto en sectores como telecomunicaciones, en donde ya se aplica la directiva comunitaria de servicios públicos, o transporte aéreo, donde la Unión Europea también ha conseguido las competencias en la materia dado que es más eficiente la gestión a nivel de la unión tanto de los vuelos intracomunitarios como de los internacionales.

- En agricultura y recursos naturales la Unión Europea tiene las competencias a nivel comunitario en todo lo relativo a agricultura y pesca, mientras que recursos naturales y energía está en manos de los estados. En las federaciones no hay un patrón claro.
- En asuntos sociales hay que distinguir entre las competencias relacionadas con la salud y la educación y aquellas otras relativas al mercado de trabajo y prestaciones sociales. En las federaciones, las primeras están en manos de los estados, tal y como recomienda el federalismo fiscal; en la UE también pertenecen al ámbito de los estados miembros. En cambio, las políticas laborales y sociales en las federaciones tienen rango federal, de acuerdo también con el federalismo fiscal, o, como mínimo, son compartidas con los estados, lo cual contribuye de forma positiva a la unidad de mercado, favorece la movilidad laboral y permite articular sistemas de transferencias hacia los estados que experimenten algún tipo de crisis económica o hacia las regiones más atrasadas, así como políticas de redistribución de rentas. En la Unión Europea, sin embargo, no se produce nada de esto debido a que esas competencias siguen en manos de los estados miembros, excepto en aquellos puntos en los que la Unión Europea puede actuar bajo las disposiciones del Capítulo Social, de los programas derivados del mismo y de las políticas financiadas a través del Fondo Social Europeo.
- En justicia y seguridad ciudadana, en todas las federaciones es una competencia exclusiva o fundamentalmente estatal, o, en algunos casos, compartida. En la UE es una competencia propia de los estados miembros.
- En otras competencias, el reparto en la UE coincide con el de las federaciones.

De la comparación con la clasificación de competencias de Watts se pueden extraer también algunas conclusiones importantes. En primer lugar, las conclusiones que se obtuvieron al realizar el análisis comparativo con la clasificación de Anderson se aplican también, al cien por cien, en este caso.

En segundo término, la ausencia de competencias en materia impositiva no sólo impide el desarrollo de políticas de estabilización y de redistribución en el seno de la Unión Monetaria Europea, como propugnaba el criterio de Allen, sino que limita de forma drástica que la Unión Europea pueda contar con una verdadera política fiscal para afrontar crisis ya que le faltan los ingresos, la capacidad de gasto y los instrumentos

fiscales de actuación propios de las autoridades nacionales para estos casos, a diferencia de lo que sucede en las federaciones, donde el Gobierno federal cuenta tanto con las competencias, como con los instrumentos para dichos fines. El problema de la UE, por tanto, es de una integración fiscal muy deficiente, ya que la única política fiscal que puede llevar a cabo, dejando aparte todo lo relativo a la política agrícola común, es la política de cohesión, que no se puede utilizar con fines de estabilización ni de transferencias para amortiguar el impacto de choques asimétricos en regiones en crisis.

Asimismo, dado que la Unión Europea carece de poderes en el ámbito de la supervisión del sistema financiero, teóricamente no puede llevar a cabo acciones a nivel comunitario para mitigar o superar crisis que se produzcan en este terreno. De hecho, la respuesta a la crisis financiera internacional, cuando ésta afectó a los sectores bancarios de la UE, fue de carácter nacional y descoordinada.

Por último, la ausencia de competencias comunitarias sobre las políticas laboral y sociales juega en contra de la unidad de mercado y de la movilidad laboral dentro de la UE e impide que se pueda articular un sistema de transferencias hacia regiones en crisis o atrasadas, más allá de las posibilidades muy limitadas que ofrece el Fondo Social Europeo¹¹⁶, así como una política de redistribución de la renta a través de las prestaciones por desempleo y de los sistemas públicos de pensiones, en contra de lo que recomienda Allen en relación con la estructura óptima de una unión monetaria.

En resumen, por lo visto hasta este punto, la crisis de la Unión Monetaria Europea tiene raíces institucionales propias que se relacionan con el hecho de que constituye un sistema federal incompleto que, a diferencia de los países federales, le impide satisfacer algunos de los criterios básicos para el buen funcionamiento de una unión monetaria. De esta forma, mientras en las federaciones el Gobierno central tiene capacidad plena para la toma de decisiones en todo lo referente a crisis financieras, de deuda y bancarias, así como su prevención, en el caso de la Unión Europea no existe una institución o gobierno económico del euro con dicha capacidad, de la misma forma que tampoco hay un Tesoro europeo capaz de emitir y gestionar deuda pública a nivel comunitario, ni un presupuesto capaz de cumplir con las funciones propias del mismo, simplemente porque la UE carece de competencias en esos terrenos. Por ello, la primera

¹¹⁶ El Fondo Social Europeo se creó para reducir las diferencias en la prosperidad y el nivel de vida entre las distintas regiones y Estados miembros de la UE y, por tanto, tiene la finalidad de promover la cohesión social y económica. El FSE se dedica a fomentar el empleo en la UE. Ayuda a los Estados miembros a que las empresas y la población activa de Europa estén mejor preparados para afrontar los nuevos desafíos de la globalización.

respuesta de la Unión Europea a la crisis financiera internacional fue una respuesta de carácter nacional y, después, cuando la crisis se transformó en una crisis de la zona euro, que exigía respuestas coordinadas o conjuntas, ésta evidenció las limitaciones de una arquitectura institucional que carece de instituciones de gobierno económico propiamente dichas, más allá del Banco Central Europeo, y que obliga a tomar decisiones de forma coordinada y consensuada entre todos los estados miembros de la Unión Monetaria Europea, lo cual, por lo que ha demostrado la experiencia, es un método lento y poco eficiente para afrontar una situación de crisis porque los intereses nacionales en muchas ocasiones chocan frontalmente con los comunitarios. Todo ello es fruto de la tendencia a ceder la menor soberanía nacional posible que evidencia el proceso de integración monetaria europea, que se estudia en el siguiente capítulo.

5. El proceso de integración monetaria

En el Tratado de Roma, por el cual se creó la Comunidad Económica Europea en 1957, luego transformada en la actual Unión Europea, no se hace referencia explícita alguna a la creación de una unión monetaria. La razón, indica la Comisión Europea, es que

*The post-war order for the market economies of Europe, North America and Japan was founded on the Bretton Woods system which provided the international framework for currency stability with gold and the US dollar as the predominant monetary standard. The authors of the Treaty of Rome therefore assumed that stable currencies would remain the norm, and that Europe's construction could be securely based on achieving a customs union and a common market allowing the free movement of goods, services, people and capital*¹¹⁷.

El Tratado de Roma, sin embargo, contiene provisiones propias de un sistema de gestión de una unión monetaria:

- El artículo 67 establece la libertad de movimientos de capitales en el seno de la Comunidad Económica Europea.
- El artículo 6.1 recoge la obligación de los estados miembros de coordinar sus políticas económicas.
- El artículo 103.1 señala que los estados miembros considerarán la política coyuntural como una cuestión de interés común.
- El artículo 107.1 dispone que la política cambiaria será considerada por los estados miembros como una cuestión de interés común.
- Por el artículo 105.2 se crea un Comité Monetario para coordinar las políticas monetarias de los estados miembros.
- El artículo 108 establece el principio de asistencia mutua en caso de que un Estado miembro sufra problemas de balanza de pagos que no sea capaz de resolver por sí mismo.

¹¹⁷ Comisión Europea (2006), p. 4

Teniendo en cuenta todo lo anterior, Verdun considera que, de forma implícita, la idea del Tratado de Roma es avanzar, con el tiempo, hacia una unión monetaria o, al menos, dar los primeros pasos en esa dirección:

At this time a set of new institutional governance structures were set up which consisted of Member State representatives, for example the monetary committee (central bank and ministry of finance representatives) and the committee of governors (consisting of the central bank presidents). If one was to categorize this early crossroads one finds a type of economic and monetary cooperation that fell well short of being considered a step towards full EMU. At the same time one could argue that some of these early pressures for coordination and the creation of two important committees (monetary committee and committee of governors) led to the first step towards EMU¹¹⁸.

Por su parte, Coombes es aún más claro en su interpretación del Tratado de Roma, al considerar que, aunque el texto mantiene el principio de soberanía nacional,

there was a strong feeling among the founders of the Community that economic union would be only the first step towards other kinds of integration. Although not particularly articulate in this respect, the Treaty is clearly about much more than the removal of restrictions to trade and the evolution of common economic policies and is intended to lead to a political union. This arises mainly from the dynamic nature of the Community. Not only does its constitutional contain a number of inarticulate premises which invite interpretation and development, but the whole idea of having common economic policies implies transferring a substantial power to new centers of decision-making at a Community level¹¹⁹.

De hecho, en 1962, la propia Comisión Europea, al interpretar el contenido del Tratado de Roma en su *Mémorandum de la Commission sur le programme d'action de la Communauté pendant la deuxième étape*, señalaría que

L'union économique implique en effet, au moins après la fin de la période de transition, des taux de change fixes pour les monnaies des Etats membres, sous réserve de variations dans des limites très étroites¹²⁰.

Un sistema de tipos de cambio fijos con límites de fluctuación muy estrechos constituye ya de por sí una forma de integración monetaria.

¹¹⁸ Verdun (2005), p. 2

¹¹⁹ Coombes (1970), pp. 54-55

¹²⁰ Comisión Europea (1962), p. 75

1. Las primeras propuestas

La primera vez que surgió de forma explícita la cuestión de la unión monetaria fue en 1961. Ese año se produjo una revaluación del 5% del marco alemán y del florín holandés que suscitó problemas con las monedas del resto de estados miembros de la CEE. El Parlamento Europeo encargó entonces a su Comisión de Asuntos Económicos y Financieros que elaborase un estudio sobre la coordinación de las políticas monetarias, presupuestarias y financieras en el seno de la Comunidad. El encargado de ello fue el eurodiputado demócrata-cristiano holandés Philippus Van Campen, cuyo informe llevó a la Eurocámara a la aprobación de la *Résolution relative à la coordination des politiques monétaires dans le cadre de la C.E.E.*¹²¹ la cual incluye, de la siguiente forma, las recomendaciones del informe:

6. *Il ressort de ce qui précède qu'une doublé évolution impose une politique monétaire commune qui, à longue échéance, remplacera la politique coordonnée prescrite par le traité. Il s'agit en premier lieu de la réalisation toujours plus poussée du marché commun, parallèle au développement d'une politique économique et financière commune dans de nombreux secteurs et à l'union politique des États membres, étroitement liée à ce développement. (...)*

7. *Pour parvenir à une politique monétaire commune, il importe d'instituer progressivement une organisation fédérale des banques d'émission de la C.E.E. avec une institution centrale chargée de la politique monétaire communautaire. Cette organisation monétaire européenne de type fédéral doit collaborer très étroitement avec les institutions de la C.E.E. qui sont chargées de la politique économique et qui sont soumises à leur tour au contrôle du Parlement européenne. La Commission de la C.E.E. a pour tâche d'élaborer en temps utile des propositions en vue d'une coopération fédérales des banques centrales des pays de la C.E.E.*

Es decir, el *Informe Van Campen* detectó enseguida la necesidad de una política monetaria común como elemento fundamental para el buen funcionamiento y la consolidación del mercado común y, para avanzar en esa dirección, consideró necesario el establecimiento de un sistema federal de bancos centrales a escala comunitaria, lo que

¹²¹ Journal Officiel des Communautés Européennes Nº 116, 12 Novembre 1962

implica la adopción de una política monetaria y cambiaria común. Su concepto de unión monetaria es un sistema de tipos de cambio fijos.

Al año siguiente, la Comisión Europea hizo suya esta resolución:

*Les suggestions de la Commission prennent appui sur la collaboration qui existe déjà entre les six pays, mais de nouvelles procédures de consultations préalables sont envisagées et devraient conduire progressivement vers une union monétaire véritable*¹²².

Por último, en 1966, el Parlamento Europeo, al constatar la manera en que los problemas inflacionistas de un estado miembro se transmitían al conjunto de la Comunidad Económica Europea, volvió sobre esta cuestión a través del *Informe Dichgans*, según el cual

*L'union monétaire européenne ne peut pas être la pierre angulaire de l'unité économique européenne, mais seulement sa clef de voûte*¹²³.

Los estados miembros, sin embargo, hicieron caso omiso de estas propuestas, en buena medida porque durante aquellos años se produjo un enfrentamiento muy fuerte entre la Comisión Europea y el Gobierno francés, o, más en concreto, entre el presidente del Ejecutivo comunitario, Walter Hollstein, que quería seguir avanzando en el proceso de integración europea y conseguir más poder para las instituciones comunitarias, y el presidente de la República Francesa, Charles De Gaulle, que se negaba a hacer la más mínima cesión de soberanía nacional a las autoridades comunitarias y que pretendía que, en las relaciones intracomunitarias, primaran los intereses nacionales por encima de cualquier otra cuestión. El resultado fue que, pese a haberse constatado la necesidad, o, al menos, la conveniencia, de avanzar hacia la unión monetaria, nadie quiso dar ese paso por sus implicaciones en términos de cesión de soberanía nacional.

2. La 'serpiente monetaria'

La estabilidad monetaria aportada por el sistema de Bretton Woods a la economía internacional que caracterizó a la década de los cincuenta empezó a resquebrajarse en la década de los sesenta y, a finales de la misma, esa misma estabilidad empezó a verse amenazada seriamente, con consecuencias para el proceso de integración europea. Según la Comisión Europea,

¹²² Comisión Europea (1963), pp. 9-10

¹²³ Parlamento Europeo (1965), p. 5

The Bretton Woods system had already begun to show signs of strain in the late 1950s, and by 1968–69 a new era of currency instability threatened when market turbulence forced a revaluation of the Deutschmark and the devaluation of the French franc. This endangered the common price system of the common agricultural policy — which was, at that time, the main achievement of the European Community¹²⁴.

La amenaza se extendía también al propio proceso de integración económica, ya que la estabilidad monetaria constituía una pieza fundamental para el buen funcionamiento del mercado único. Por ello, tanto la Comisión Europea como los estados miembros empezaron a preocuparse entonces por la creación efectiva en el seno de la Comunidad de unas condiciones monetarias análogas a las de un mercado interior.

En vista de que la respuesta de los Estados miembros a las turbulencias que empezaron en los mercados internacionales de divisas en 1968 agravaban los problemas en lugar de corregirlos, el 12 de febrero de 1969, la Comisión Europea presentó el informe *Commission Memorandum to the Council on the Co-Coordination of Economic Policies and Monetary Co-Operation within the Community*, más conocido como *Plan Barre*, el cual, muy influido por la visión francesa de la Comunidad en aquel tiempo, no propugnaba el paso a una unión monetaria, sino una profundización de los mecanismos de cooperación monetaria en el seno de la Comunidad. Como señala Dinan,

the Barre memorandum on EMU was less a bold initiative for further integration than a cautious call for what the French government now wanted: monetary policy coordination and short-term support for balance-of-payments difficulties. Barre was a pillar of the French establishment; he would not have taken such an important step without the French government's knowledge¹²⁵.

El 28 de abril de 1969 se produjo un cambio importante para el proceso de integración monetaria europea. Ese día, el presidente de la República de Francia, Charles de Gaulle, presentó su dimisión tras perder el referéndum sobre las reformas políticas que había propuesto. Hasta entonces, la posición francesa en todo lo relativo al proceso de construcción europea había sido de veto a todo lo que supusiera supranacionalidad o pérdida de soberanía nacional, lo que había colocado al país en una difícil posición de aislamiento en el seno de la Comunidad. El sucesor de De Gaulle, Georges Pompidou, quiso romper esa situación para lo cual dio un giro radical a la

¹²⁴ Comisión Europea (2006), p. 4

¹²⁵ Dinan (2004), p. 131

política europea francesa y propuso dar un nuevo impulso a la Comunidad a través de la profundización y la ampliación de la misma. Como resultado de esta iniciativa se celebró la Cumbre de La Haya el 1 y 2 de diciembre de 1969, en la que los jefes de Estado y de Gobierno de los Estados miembros fueron más allá de la idea de una mera cooperación monetaria más estrecha y acordaron, por primera vez, la creación de una unión monetaria por etapas. En el comunicado final señalan:

- *They have reaffirmed their wish to carry on more rapidly with the further development necessary to reinforce the Community and its development into an economic union. They are of the opinion that the process of integration should end in a Community of stability and growth.*
- *With this object in view they have agreed that on the basis of the memorandum presented by the Commission on 12 February 1969 and in close collaboration with the Commission a plan by stage should be drawn up by the Council during 1970 with a view to the creation of an economic and monetary union.*
- *The development of monetary cooperation should be based on the harmonization of economic policies.*
- *They have agreed that the possibility should be examined of setting up a European reserve fund, to which a common economic and monetary policy would lead¹²⁶.*

Después de la Cumbre de La Haya, Alemania, Bélgica y Luxemburgo, así como la Comisión Europea, presentaron sendos planes de integración económica y monetaria. El documento alemán, conocido como *Plan Shiller* abogaba, entre otras cosas, por *transfert de toutes les compétences nécessaires dans le domaine de la politique conjoncturelle, budgétaire et monétaire aux institutions communautaires et leur revalorisation correspondante¹²⁷.*

A su vez, el plan belga propugnaba que

La politique économique devrait s'appuyer notamment sur une action budgétaire et une politique de revenus définis au niveau communautaire¹²⁸.

¹²⁶ Comisión Europea (1969b), p. 19

¹²⁷ Comisión Europea (1970), p. 4

¹²⁸ Ministère des Finances (1970), p. 5

Es decir, un presupuesto único cuya existencia puede permitir el establecimiento de un sistema público de diversificación de riesgos. También defiende

*La mise en place d'un système monétaire communautaire analogue au système fédéral de réserve*¹²⁹.

En cuanto al documento luxemburgués, elaborado por Pierre Werner y que luego servirá de base para el *Plan Werner*, éste defendía la creación de un mercado de capitales europeos, la armonización de las políticas económicas, la armonización institucional y la gestión conjunta de las reservas de divisas a través del Fondo Europeo de Cooperación Monetaria. Concretamente, en el caso de la armonización de las políticas económicas, el plan señala que

*Les derniers mouvements monétaires, ainsi que leurs conséquences et répercussions sur la politique agricole commune notamment, ont prouvé suffisamment que toute politique commune est menacée de précarité à tout moment aussi longtemps que les Etats membres n'auront pas effectué des pas décisifs vers une coopération monétaire et l'harmonisation de leurs politiques financières*¹³⁰.

Por último, el plan de la Comisión, titulado *Commission memorandum to the Council on the preparation of a plan for the phased establishment of an economic and monetary union*, insiste, en primer lugar, en fortalecer la libre circulación de bienes, personas y capitales como base necesaria para crear un mercado único. En relación con la primera etapa para el paso hacia una unión monetaria, el plan propone, entre otras cosas, una

*More effective co-ordination of short-term economic policies, with the aid, in particular, of an "early warning system"*¹³¹.

En referencia a la segunda etapa, la Comisión pide

- *Joint establishment of budget policy guidelines with respect to main revenue and expenditure headings and to procedures for financing deficits.*
- *Use of similar weapons of budgetary policy by the Member States to promote better control of business fluctuations in the Community*¹³².

Por último, y en relación con la tercera etapa, el plan de la Comisión pide:

¹²⁹ Op. cit., p. 6

¹³⁰ Ministère des Finances (1970b), p. 6

¹³¹ Comisión Europea (1970c), p. 11

¹³² Op. cit., p. 12

- *Allocation to the Community institutions of the necessary powers for ensuring the smooth functioning of the union.*
- *Establishment of a Council of Governors of Central Banks, as a step towards the eventual introduction of a Community system of Central Banks*¹³³.

Es decir, políticas económicas comunes y un sistema de bancos centrales.

Dos días después de que la Comisión Europea presentara su propuesta, el 6 de marzo de 1970, el Consejo Europeo de Economía y Finanzas se reunió en París con el fin de analizar los cuatro planes presentados. Con ellos sobre la mesa, y de acuerdo con el mandato que había recibido en la Cumbre de la Haya para diseñar en 1970 un plan para establecer la Unión Monetaria Europea por etapas, el Consejo decidió crear un comité, presidido por el primer ministro y ministro de Finanzas luxemburgués, Pierre Werner, al que encargó la elaboración de un plan común. El resultado de los trabajos fue el *Plan Werner*, basado en el plan luxemburgués, que era el que implicaba menos cesiones de soberanía.

El *Plan Werner* señala que

*A monetary union implies inside its boundaries the total and irreversible convertibility of currencies, the elimination of margins of fluctuation in exchange rates, the irrevocable fixing of parity rates and the complete liberation of movements of capital. It may be accompanied by the maintenance of national monetary symbols or the establishment of a sole Community currency. From the technical point of view the choice between these two solutions may seem immaterial, but considerations of a psychological and political nature militate in favor of the adoption of sole currency which would confirm the irreversibility of the venture*¹³⁴.

En este sentido, el *Plan Werner* reconoce la superioridad de una moneda única frente a la simple fijación de los tipos de cambio, así como la importancia de la credibilidad del proceso de integración monetaria y su irreversibilidad, pero no indica que la unión monetaria europea tenga que construirse sobre la base de una moneda única, sino que admite también como forma de la misma la fijación de los tipos de cambio, que fue la decisión que finalmente adoptó la Comunidad.

¹³³ Op. cit., pp. 13-14

¹³⁴ Comisión Europea (1970e), p. 10

En relación con la política monetaria, el plan dice:

*It is indispensable that the principal decisions in the matter of monetary policy should be centralized, whether it is a question of liquidity, rates of interest, intervention in the foreign exchange market, the management of the reserves or the fixing of foreign exchange parities vis-a-vis the outside world*¹³⁵.

Los poderes en materia de política monetaria se transferirían a un sistema europeo de bancos centrales diseñado según el modelo de la Reserva Federal estadounidense:

*The constitution of the Community system for the central banks could be based on organisms of the type of the Federal Reserve System operating in the United States*¹³⁶.

Esta propuesta, sin embargo, fue descartada y se sustituyó, en la ‘serpiente monetaria’ por la coordinación y cooperación entre bancos centrales.

Tras la ruptura del sistema monetario de Bretton Woods, y a partir del *Plan Werner*, el 21 de marzo de 1972 el Consejo Europeo acordó iniciar la creación por etapas de la Unión Monetaria Europea y regular los flujos internacionales de capitales para evitar sus efectos indeseados sobre la liquidez doméstica. Para ello establecieron una banda de fluctuación de los tipos de cambio de las monedas comunitarias del 2,25% (1,125% por cada lado) en relación con el marco alemán, un rango más estricto que el del 4,5% (2,25% por cada lado con relación al dólar) establecido en diciembre de 1971 por el Acuerdo Smithsoniano¹³⁷. Al mismo tiempo, la banda de fluctuación del marco frente al dólar se mantendría en los límites establecidos en el Acuerdo Smithsoniano. De esta forma nació la ‘serpiente en el tunel’, llamada así porque si se observaba un gráfico de la evolución de los tipos de cambio a lo largo del tiempo en relación con el dólar, la línea tendría una forma ondulada cuyas fluctuaciones estarían constreñidas por los límites de la banda de fluctuación del marco frente al dólar. Los países del Benelux quisieron ir todavía más lejos y limitaron su banda de fluctuación frente al marco al 1,5% (0,75% por cada lado), creando así el ‘gusano’ dentro de la ‘serpiente’.

La ‘serpiente’ estuvo formada, inicialmente, por las monedas de los seis miembros de la Comunidad más las de los tres que ingresarían en la misma en 1973 – Dinamarca, Irlanda y Reino Unido- y las de Suecia y Noruega. No obstante, y pese a su entrada en vigor, los problemas monetarios continuaron. En junio de 1972, Dinamarca y

¹³⁵ Op. cit., p. 10

¹³⁶ Op. cit., p. 13

¹³⁷ El Acuerdo Smithsoniano trató de restablecer el sistema monetario internacional de tipos de cambio fijos en relación con el dólar, tras la devaluación del 7,89% de la divisa estadounidense respecto al oro.

el Reino Unido abandonaron el mecanismo de cambios, aunque Dinamarca volvería en octubre. En febrero de 1973 se rompió el Acuerdo Smithsoniano, tras una nueva devaluación del dólar, en este caso del 10%. Ese mismo mes, Italia también abandonó la ‘serpiente’. En vista de las circunstancias, el 12 de marzo el Consejo Europeo liberó a los bancos centrales de su obligación de intervenir para mantener las divisas del mecanismo de cambios dentro de la banda de fluctuación con el dólar, con lo que la ‘serpiente’ se quedó sin el ‘túnel’. El 3 de abril de 1973, el Consejo Europeo creó el Fondo Europeo de Cooperación Monetaria, con el objeto de promover el buen funcionamiento del mecanismo de cambios europeo facilitando la financiación de las intervenciones en los mercados de divisas. El artículo 2 de la *Regulation (EEC) N° 907/73 of the Council, of 3 April 1973, establishing a European Monetary Cooperation Fund*¹³⁸ señala que éste promoverá

settlements between Central Banks leading to a concerted policy on reserves.

Es decir, un embrión de política cambiaria, y monetaria, común.

Pese a la creación del Fondo Europeo de Cooperación Monetaria no se consiguieron frenar las turbulencias monetarias dentro de la Comunidad. Así, en enero de 1974 Francia abandonaría la ‘serpiente’, volvería a ingresar en la misma en julio de 1975 y saldría nuevamente en marzo de 1976. La ‘serpiente’, por tanto, estuvo permanentemente en crisis hasta su desaparición en 1978.

3. El Sistema Monetario Europeo

A pesar de que los Estados miembros renunciaban a todo lo que supusiera profundizar en el proceso de integración europea, la realidad económica del momento obligaba a seguir buscando fórmulas para el buen funcionamiento del sistema monetario europeo y, en consecuencia, del mercado común, que ahora se veía afectado por las consecuencias de la primera crisis del petróleo en forma de altas tasas de inflación y más desórdenes monetarios.

3.1 El Informe Marjolin

Con esas preocupaciones en mente, a principios de 1974 el Consejo Europeo encargó a un grupo de expertos un nuevo estudio sobre la forma de llegar a la Unión Monetaria Europea en 1980. El documento es conocido como *Informe Marjolin*.

¹³⁸ Official Journal of the European Communities N° L 89, 5 April 1973

El texto señala que

In an Economic and Monetary Union, national governments put at the disposal of the common institutions the use of all the instruments of monetary policy and of economic policy whose action should be exercised for the Community as a whole. These institutions moreover must have a discretionary power similar to that which national governments possess now, in order to be able to meet unexpected events¹³⁹.

¿Qué instituciones son éstas?

It is practicable impossible to set out in detail what these institutions would have to be or their functioning. One can say however that they would have to include a European political power with an important community budget, and an integrated system of central banks. They would be called upon to function in the appropriate fields in a comparable way to a federal State¹⁴⁰.

En otras palabras, un gobierno económico de la Unión Monetaria Europea, un presupuesto comunitario, y un sistema de bancos centrales. En este sentido, el documento añade que

A Community system of unemployment benefits could be an effective instrument¹⁴¹.

Además, el informe también establece los criterios que considera necesarios para el buen funcionamiento de la Unión Monetaria Europea:

-concerning the distribution of authority

- a common monetary policy;
- a common economic policy;
- a common social policy;

-concerning institutions

- a central community bank or system of central banks responsible for the management of a monetary policy;
- a decision making center responsible for economic and social policies and able to act by means of a budget of significant size;
- a democratic control by means of an European Parliament elected by universal suffrage and endowed with real legislative powers¹⁴².

¹³⁹ Comisión Europea (1975), p. 4

¹⁴⁰ Op. cit., p. 5

¹⁴¹ Op. cit., p. 34

El informe también se refiere a la necesidad de profundizar en la liberalización de los movimientos de capitales, con el fin de llegar a crear un mercado financiero único, y apuesta porque la unión monetaria adopte la forma de una unidad de cuenta definida a partir de una cesta de monedas. Ninguna de estas propuestas fue atendida, con las excepciones, posteriormente, de la profundización en la liberalización de los movimientos de capitales y la creación de una unidad de cuenta, el ECU, que será uno de los pilares del Sistema Monetario Europeo.

3.2 El Informe Tindemans

El mismo año de la publicación del Informe Marjolin, el Consejo Europeo encargó al primer ministro belga, Leo Tindemans, que preparese un informe en el que sintetizase las aportaciones de los estudios anteriores así como los resultados de las consultas que le pidieron mantener con los Gobiernos de los Estados miembros y los mejores representantes de la opinión pública en el seno de la Comunidad. De este encargo surgió el *Informe Tindemans*.

El contenido del estudio se asienta sobre tres pilares. En primer lugar, el informe se caracteriza por una visión federalista del proceso de integración europea, que se traducirá en propuestas concretas de transferencias de poder desde los Estados nacionales hacia las instituciones comunitarias. En segundo término, el documento aborda, por primera vez en la historia de la integración comunitaria, el hecho de que no todos los países pueden avanzar al mismo ritmo, con lo que propone que, para poder continuar con los progresos en materia de política económica y monetaria, la Comunidad permita que esos pasos los inicien aquellos estados miembros preparados para ello y después se incorporen, de forma sucesiva, los demás. Por último, y a pesar de que la ‘serpiente monetaria’ no logró estabilizar los tipos de cambio de las monedas comunitarias, el documento aboga por tomar a ésta como punto de partida en la edificación del nuevo mecanismo cambiario, lo que implica aprender de la experiencia.

Con estas premisas, el informe realiza la siguiente propuesta en relación con el futuro mecanismo de cambios de la Comunidad:

- 1) Le fonctionnement et le contrôle du “serpent” s’effectuent aujourd’hui partiellement en marge de la Communauté. Ils doivent désormais s’effectuer à l’intérieur des institutions communes selon des modalités à*

¹⁴² Op. cit., p. 29

convenir. Sans intervenir dans la gestion du mécanisme, les pays membres qui ne participent pas au serpent seront associés à la discussion afin qui ne participent pas au serpent seront associés à la discussion afin d'éviter l'accroissement des divergences et de pouvoir saisir les chances de rapprochement. La gestion communautaire est d'autant plus indispensable qu'il s'agit du point de départ d'une politique qui s'étendra plus tard à tous les membres de la Communauté, affectant ainsi favorablement l'ensemble des échanges à l'intérieur de celle-ci.

- 2) *Le "serpent" se limite actuellement à imposer des obligations dans la politique monétaire extérieure. Son action est dès lors précaire et déséquilibrée. Des contraintes analogues doivent être acceptées dans:*
 - la politique monétaire interne: contrôle des masses monétaires,*
 - la politique budgétaire: ampleur et financement des déficits,*
 - les éléments clés de la politique économique en matière de conjoncture et de contrôle de l'inflation.*
- 3) *Le système doit prévoir, dans le cadre des institutions, des modalités de décision commune pour la modification des taux pivots des devises. A ces discussions doivent être associés les pays membres qui ne participent pas au "serpent". Les pays participant au serpent s'engagent à ne le quitter que dans le cas de "crise manifeste" constatée par une décision commune.*
- 4) *En contrepartie de ces obligations, des mécanismes de soutien à court et à moyen terme entre pays membres du "serpent" doivent être rendus automatiques et considérablement renforcés. Ceci suppose en tout cas un accroissement de l'activité et de l'efficacité du Fonds européen de coopération monétaire qui doit devenir l'embryon d'une banque centrale européenne, notamment par la mise en commun d'une partie des réserves.*
- 5) *Les pays participant au serpent doivent supprimer graduellement entre eux les entraves qui subsistent dans la libre circulation des capitaux, en particulier celles qui ont été imposées depuis 1970 et qui témoignent de la dégradation du processus d'intégration.*
- 6) *Enfin, des structures d'accueil et des mesures d'assistance doivent être prévues pour les pays qui ne font pas partie du serpent. Celles-ci ne peuvent être définies in abstracto et ne seront pas automatiques. Elles seront déterminées cas par cas. Ces mesures d'assistance devront être*

*recherchées aussi dans le domaine structurel par le biais des actions régionales, sociales, industrielles, agricoles. Il est important que dans les développements indiqués aux paragraphes précédents il soit tenu compte des intérêts des pays qui ne font pas partie du serpent, afin que leur participation future soit facilitée. D'où la nécessité de discuter ces développements dans un cadre communautaire*¹⁴³.

El punto 1 de la propuesta establece una transferencia parcial de competencias en materia de política monetaria y cambiaria a las instituciones comunitarias, que es la antesala de una política monetaria común. El punto 2 establece la coordinación de las políticas económicas, incluyendo la presupuestaria y la monetaria. El punto 4 establece algunas de las condiciones para que el Fondo Europeo de Cooperación Monetaria pueda convertirse en el futuro banco central de la Comunidad. El punto 5 insiste nuevamente en la libertad de circulación de capitales. Casi ninguna de estas recomendaciones fue atendida en el diseño del SME, excepto el refuerzo de los mecanismos de intervención a corto plazo y la aprobación de la revisión de las paridades centrales de los tipos de cambio por el conjunto de los estados miembros del mecanismo de cambios.

El informe también propone una fórmula de integración fiscal:

*Cette politique doit nécessairement se traduire par un transfert net de ressources des zones les plus prospères de la Communauté vers les zones moins favorisées. Une partie de ces transferts s'effectuera, comme c'est le cas actuellement, par l'effet des politiques nationales de développement régional. Une partie importante devra néanmoins être effectuée par l'intermédiaire du budget commun soit directement par des aides régionales, soit indirectement par l'action sur les structures économiques dans le cadre de la politique agricole et de la politique industrielle. La politique régionale devra donc être graduellement développée parallèlement aux progrès réalisés dans la convergence des politiques économiques et monétaires des pays membres*¹⁴⁴.

Aunque esta propuesta no establece un sistema público explícito de diversificación de riesgos, sí lo incluye de forma indirecta a través de las referencias a la política industrial y la política regional, ya que éstas también tendrán que actuar cuando un país o región experimenten un choque asimétrico. La recomendación tampoco fue atendida.

¹⁴³ Comisión Europea (1976), p. 22

¹⁴⁴ Op. cit., p. 26

3.3 El Informe MacDougall

En 1974, entendiendo que las finanzas públicas deberían desempeñar un papel fundamental en el proceso de integración económica europea, que incluye la integración monetaria, la Comisión pidió a un grupo de expertos que analizaran esta cuestión. Tres años después vio la luz el resultado final de los trabajos: el *Informe MacDougall*.

El punto de partida del documento es que, para que el presupuesto comunitario pueda desempeñar el papel que, en la lógica de los procesos de integración, le correspondería, debe incrementarse el tamaño del mismo:

*It is possible to conceive, presumably at some distant date, a Federation in Europe in which federal public expenditure is around 20-25 % of gross product as in the U.S.A. and the Federal Republic of Germany*¹⁴⁵.

La manera en que está formulada la propuesta no deja lugar a dudas respecto a que, según los redactores del informe, el proceso de integración económica, y más generalmente el proceso de integración europea, debe dar lugar a la creación de una estructura federal de gobierno de la Comunidad, con unas instituciones centrales que cuenten con los poderes y competencias propios del Estado central de una federación y con las capacidades de gasto adecuadas para el ejercicio de dichos poderes y competencias.

Tal y como manifiestan en el documento, los redactores del *Informe MacDougall* eran conscientes de que, en 1976, no se daban las condiciones políticas en la Comunidad para poder defender con éxito la creación de una federación europea a corto plazo. Por ello consideraron que, en esas circunstancias, era mejor seguir con el método del federalismo funcional e ir avanzando paso a paso y mediante realizaciones concretas. Esta apreciación resultó en que, a pesar de que el documento abogaba por una Europa federal, sus recomendaciones se limitaran a enumerar los cambios que tendrían que producirse en el presupuesto comunitario durante la etapa que denominan “pre-federal” como primer paso para avanzar en esa dirección. Concretamente, el texto propone:

It is in the area of structural, cyclical, employment and regional policies that we see the main need for substantial expenditure at Community level. The purpose of these measures is mainly to help to reduce inter-regional differences in capital

¹⁴⁵ Comisión Europea (1977), p. 13

endowment and productivity. Our general report sets out a “menu” of six possibilities.

- i. More Community participation than at present in regional policy aids (employment or investment incentives, public infrastructure, urban redevelopment).*
- ii. More Community participation than at present in labour market policies (including vocational training and other employment measures).*
- iii. A Community Unemployment Fund on the lines suggested in the Marjolin Report under which part of the contributions of individuals in work would be shown as being paid to the Community and part of the receipts of individuals out of work as coming from the Community. This need not necessarily involve any increase in total public expenditure or contributions in the Community as a whole. Apart from the political attractions of bringing the individual citizen into direct contact with the Community, it would have significant redistributive effects and help to cushion temporary setbacks in particular member countries, thereby going a small part of the way towards creating a situation in which monetary union could be sustained.*
- iv. A limited budget equalization scheme for extremely weak member states to bring their fiscal capacity up to, say, 65 % of the Community average and so ensure that their welfare and public service standards are not too far below those of the main body of the Community.*
- v. A system of cyclical grants to local or regional governments that would depend upon regional economic conditions.*
- vi. A “conjunctural convergence facility” aimed at preventing acute cyclical problems for weak member states leading to increasing economic divergences¹⁴⁶.*

La propuesta del informe supone un primer paso en términos de integración fiscal, modesto en los términos que incluye pero muy importante porque propone tanto un sistema público de diversificación de riesgos a través de un fondo comunitario de desempleo, como un sistema de transferencias para los países en dificultades, que pueden adoptar la forma de choques asimétricos, o para que en los Estados miembros económicamente más débiles se den las condiciones para que tengan lugar crisis

¹⁴⁶ Op. cit., pp. 15-16

idiosincráticas. Nada de esto, sin embargo, llegó a ponerse en práctica tras la publicación del informe.

En relación al gasto público, los redactores del *Informe MacDougall* esperaban que el gasto público de la Comunidad, a través de un presupuesto federal, llegara a niveles de entre el 20% y el 25% del PIB comunitario, más propio de los gobiernos federales de países como Estados Unidos o la entonces República Federal Alemana. El punto de partida en el momento de la redacción del informe, sin embargo, era muy bajo. Mientras el gasto público conjunto de todos los Estados miembros suponía el 45% del PIB de la Comunidad, el gasto de todas las instituciones comunitarias apenas llegaba al 0,7%¹⁴⁷. Según el documento, esta circunstancia provocaba la inviabilidad de una unión monetaria porque el presupuesto comunitario carecía de la capacidad para efectuar transferencias entre territorios en caso de choques asimétricos:

*As well as redistributing income regionally on a continuing basis, public finance in existing economic unions plays a major role in cushioning short-term and cyclical fluctuations. For example, one half to two-thirds of a short-term loss of primary income in a region due to a fall in its external sales may be automatically offset through lower payments of taxes and insurance contributions to the center, and higher receipts of unemployment and other benefits. If only because the Community budget is so relatively very small there is no such mechanism in operation on any significant scale as between member countries, and this is an important reason why in present circumstances monetary union is impracticable*¹⁴⁸.

En buena lógica, este problema se resolvería con un incremento del gasto público comunitario hasta los niveles propios de una federación. Ahora bien, al igual que en el caso de los cambios en el gasto comunitario recomendados por los redactores del informe, en este punto también se limitan a señalar cuáles serían los niveles propios en la primera etapa del proceso de formación de dicha federación europea:

An earlier stage would be a federation with a much smaller federal expenditure of the order of 5 - 7 % of gross product, or roughly 7% - 10 % if defense were included. An essential characteristic of such a federation would be that the supply of social and welfare services would nearly all remain at the national level. Such an arrangement could provide sufficient geographical equalization of

¹⁴⁷ Op. cit., p. 12

¹⁴⁸ Op. cit., p. 12

*productivity, living standards and cushioning of temporary fluctuations to support a monetary union*¹⁴⁹.

Nada de esto, sin embargo, se ha llevado jamás a la práctica.

3.4 El impulso de la Comisión Jenkins

Como seguían los desordenes monetarios internacionales, en 1976 se celebró en Jamaica una conferencia internacional para revisar varias disposiciones del sistema monetario internacional. A partir de ella, los países pudieron optar entre tipos de cambio fijos y tipos de cambio flotantes. La Comunidad Económica Europea seguía apostando formalmente por los tipos de cambio fijos, si bien la ‘serpiente monetaria’ se había demostrado como un instrumento inadecuado para mantenerlos.

En este contexto, llegó a la presidencia de la Comisión Europea Roy Jenkins, un europeísta convencido hasta el punto de que, en 1972, llegó a dimitir como diputado cuando su partido, el Laborista, propuso la celebración de un referéndum para decidir la participación del Reino Unido en la Comunidad Económica Europea. Para afrontar los problemas monetarios europeos, Jenkins concibió la idea de crear el Sistema Monetario Europeo. Según Dinan:

*The birth of the EMS is generally associated with Giscard and Schmidt, but Commission president Roy Jenkins conceived the idea. He had a number of motives: to revitalize European integration, put himself and the Commission at the center of Community affairs, revive interest in EMU, and help the Community cope with international exchange rate stability*¹⁵⁰.

Jenkins planteó la idea de una unión monetaria en la conferencia patrocinada por el Instituto Universitario Europeo que pronunció el 27 de septiembre de 1977 en Florencia, en la que sintetizó todo un conjunto de argumentos en favor de la unión monetaria porque, a su juicio,

*The most important weakness of the Community today is its central economic mechanism*¹⁵¹.

Los argumentos que utilizó procedían de dos informes que había elaborado y analizado previamente la Comisión Europea. El primero de ellos, del 8 de septiembre de 1977, titulado *A Progress Report on Convergence and E.M.U.*, trata de ofrecer un

¹⁴⁹ Op. cit., p. 14

¹⁵⁰ Op. cit., p. 173

¹⁵¹ Comisión Europea (1977d), p. 1

marco conceptual para la formulación de la política concerniente a la convergencia y a la unión económica y monetaria y diseñar un programa de medidas para alcanzar dicha unión en un plazo de diez años. Dicha unión vendría caracterizada por una libertad total de movimientos de bienes, servicios y factores productivos y la adopción de una moneda única¹⁵². Para alcanzar dicho objetivo, el documento propone

Merging the European economies into a single EMU implies a centralization of economic and financial policies and a centralization of institutions to operate them, in other words the creation of a European Economic and Finance Ministry and a European Central Bank. Responsibility for policies regarding unemployment, inflation, economic growth, external economic relations and the distribution of income between the member states would pass to the center. Since these are among the most sensitive political issues, it is scarcely conceivable that there should be economic centralization without political centralization as well, including centralization of foreign policy and defense¹⁵³.

La centralización de políticas es un argumento ya repetido en anteriores informes y documentos. La novedad, en este caso, reside en que, por primera vez, la Comisión Europea hace una referencia explícita a instituciones comunitarias de gobierno económico de la Unión Monetaria Europea más allá del Banco Central Europeo. En concreto se refiere a la creación de una autoridad fiscal europea. También plantea de forma abierta la necesidad de una mayor integración política que discurra en paralelo con la mayor integración económica.

El documento advierte que

real progress towards EMU would be scarcely conceivable in the face of persistent and wide divergences of economic performance¹⁵⁴.

Por funcionamiento de la economía el texto se refiere a elementos como la convergencia en las tasas de inflación, e, implícitamente, a la sincronización de los ciclos económicos y a la coordinación de las políticas económicas de los distintos Estados miembros.

También puede ocurrir que la creación de la unión monetaria acentúe los desequilibrios regionales. Por ello,

To make E.M.U. politically viable a federal fiscal system of income redistribution have to be simultaneously implemented¹⁵⁵.

¹⁵² Comisión Europea (1977b), p. 1

¹⁵³ Op. cit., p. 2

¹⁵⁴ Op. cit., p. 3

El segundo documento en que se basó la conferencia de Jenkins, titulado *The Prospect of Monetary Union*, se estudió en la reunión que celebró la Comisión Europea entre el 16 y el 18 de septiembre de 1977 en La Roche-en-Ardenne. El informe también aboga por la creación de una autoridad monetaria comunitaria que gestione la política monetaria de la unión:

Who would decide on the rate of Euro money supply? The Board of Governors of the European monetary authority -who would be controlled by the Council of Finance Ministers or not? -a clear political issue¹⁵⁶,

así como por un sistema de transferencias interterritoriales a través del presupuesto comunitario:

the pressure for wage parity would make dramatically urgent the need to narrow productivity differentials and mount a really powerful Community regional policy or else face unemployment in less efficient countries on a scale to provoke secession from the monetary union¹⁵⁷.

Este mismo argumento se repite en relación con los problemas de balanzas de pagos:

The disappearance of national balance of payments problems may be seen as a major attraction to all member states with tendencies towards worrying deficits (all the Nine except Germany and Benelux). But this begs the major question as to what payments imbalances would in fact be financed by the central budget. (...) Indeed monetary union can be said to convert balance of payments problems which are corrected by exchange rate changes, into regional problems which are attenuated by fiscal transfers¹⁵⁸.

Estos estudios sirvieron de base para la comunicación sobre el proyecto de unión económica y monetaria que la Comisión Europea presentó al Consejo Europeo en la cumbre que tuvo lugar a principios de diciembre de 1977 en Bruselas. Sin embargo, éste apenas prestó atención a las propuestas del Ejecutivo comunitario.

3.5 La construcción del SME

A principios de 1978, sin embargo, se produjo un cambio de actitud por parte de Alemania en relación con la integración monetaria europea, debido a una nueva caída del dólar y la consiguiente apreciación del marco, que reducía la competitividad de la

¹⁵⁵ Op. cit., p. 39

¹⁵⁶ Comisión Europea (1977c), p. 7

¹⁵⁷ Op. cit., p. 8

¹⁵⁸ Op. cit., p. 9

economía alemana. Ante esta situación, el canciller Helmut Schmidt tomó la iniciativa de relanzar la idea de crear alguna forma de unión monetaria. Para ello, buscó y obtuvo el respaldo del presidente francés, Valéry Giscard d'Estaing, y ambos presentaron en abril de 1978, en la Cumbre de Copenhague, una primera versión del Sistema Monetario Europeo (SME). Un mes antes, la Comisión Europea había publicado una nota al respecto en la que abandonaba la idea de una unión monetaria completa para defender un mecanismo de flotación coordinada¹⁵⁹.

En julio de 1978, en la Cumbre de Bremen, los líderes europeos acordaron las características básicas del SME, que eran una combinación de la 'serpiente monetaria', una moneda paralela y un mecanismo de asistencia mutua. En cierto modo se trataba de continuar con la 'serpiente', perfeccionando su funcionamiento a partir de las experiencias adquiridas durante las turbulencias monetarias de toda la década de los 70. De esta forma, el mecanismo de cambios del SME se caracterizó por tres principios:

- Tipos de cambio fijos pero ajustables en relación con un tipo de cambio central fijado con respecto a una moneda común, el ECU¹⁶⁰.
- Reparto equilibrado de las cargas relacionadas con la intervención y el ajuste en el mecanismo de cambios¹⁶¹.
- Un sistema de solidaridad entre los países miembros mediante la puesta parcial en común de las reservas de divisas y de ayuda a los países con problemas de balanza de pagos o de financiación de sus intervenciones.

En la Cumbre de Bruselas del 5 de diciembre de 1978, el Consejo Europeo aprobó la creación del SME, que entró en funcionamiento el 12 de marzo de 1979.

Un mes antes de la Cumbre de Bruselas, el Comité de Política Económica de la C.E.E. remitió al Consejo Europeo el informe que le había encargado éste sobre las medidas a adoptar para que el SME fuera un éxito. Los redactores del documento se centraron, sobre todo, en los problemas relacionados con los países más débiles que participaran en el sistema. Según el informe,

*il importe de renforcer la convergence des politiques économiques et de créer les conditions institutionnelles nécessaires en vue de parvenir à une convergence des resultats.*¹⁶²

¹⁵⁹ Comisión Europea (1978), p. 14

¹⁶⁰ El ECU era una moneda paralela diseñada como una cesta de monedas.

¹⁶¹ En la 'serpiente monetaria', la obligación de intervenir en favor de una moneda le correspondía al país cuya divisa sufría presiones. En el SME, esa obligación se extiende a todos los países en forma de acción concertada.

El texto, además, considera necesaria la existencia de sistemas de transferencias intercomunitarios:

*il est essentiel que des mécanismes efficaces de transfert de ressources soient opérationnels au moment où le système commencera à fonctionner*¹⁶³.

Estos mecanismos y condiciones institucionales, sin embargo, no llegaron a crearse.

A pesar de que Schmidt y Giscard habían dejado de lado a la Comisión en la creación del Sistema Monetario Europeo, el presidente del Ejecutivo comunitario, Roy Jenkins no quiso renunciar a su visión de una Comunidad más profunda e integrada. De esta forma, en un documento divulgativo sobre la unión económica y monetaria que la Comisión publicó a comienzos de 1979, ésta volvió a insistir en las ideas que venía manteniendo desde hacía años en relación con el proceso de integración monetaria y la construcción europea. En primer lugar, el texto recordó que

*The existence of an economic and monetary union requires joint control of the money supply, that is to say of the bloodstream that feeds the circulatory flow of economic activity. It also implies joint management of the exchange rate which governs the competitiveness of Community exports and which in turn determines our economic relations with the rest of the world*¹⁶⁴.

Es decir, que se necesita una gestión conjunta tanto de la política monetaria como de la cambiaria. A continuación recordó la necesidad de ampliar el presupuesto comunitario para que pudiera ejercer la función de mecanismo de transferencias intercomunitario:

*Accounting for just under 1% of national product, the present Community budget is still too small to allow of solidarity of this kind, especially since the bulk of the resources available has to be used, not for harmonizing structures, but for financing the common agricultural policy*¹⁶⁵.

Como siguiente paso, el documento entró en las cuestiones de gobierno económico de la Comunidad. En este sentido abogó por instituciones democráticas y con plenos poderes para gestionar la unión económica y monetaria europea:

*An economic and monetary union comprising states grouped together on the basis of freedom is inconceivable in the absence of direct legitimacy conferred by a body having powers of democratic control*¹⁶⁶.

¹⁶² Comisión Europea (1978b), p. 3

¹⁶³ Op. cit., p. 18

¹⁶⁴ Comisión Europea (1979), p. 8

¹⁶⁵ Op. cit., p. 8

¹⁶⁶ Op. cit., p. 13

Aunque no lo destacó explícitamente, lo que subyace en el documento es que ahora que en 1979 se iban a celebrar por primera vez elecciones directas al Parlamento Europeo, éste y la Comisión deberían formar el conjunto de instituciones encargadas del gobierno económico de la Comunidad. De hecho, los redactores del texto tenían una idea bastante clara al respecto:

The European Central Bank and the bodies responsible for economic policy must be established in such a way that they are able to operate at Community level as effectively as the most efficient national authorities¹⁶⁷.

Estas propuestas nunca llegaron a ver la luz.

El Sistema Monetario Europeo fue el fruto de la voluntad política del canciller alemán Helmut Schmidt y del presidente francés Valéry Giscard d'Estaing de avanzar hacia la estabilidad monetaria. El nuevo mecanismo de cambios europeo estuvo llamado a desempeñar este papel y a pesar de las dudas iniciales al respecto, derivadas de las nuevas perturbaciones monetarias ocasionadas por la segunda crisis del petróleo, a partir de 1984, y hasta 1992, cumplió perfectamente con la tarea que se le había asignado hasta el punto de que fue uno de los pilares sobre los que se asentó el proceso de formación de la Unión Monetaria Europea. Ese éxito se debió a la estabilidad de las condiciones macroeconómicas, al fuerte crecimiento económico registrado en esos años y a la ausencia de una verdadera libertad de movimientos de capitales, no a la existencia de un marco institucional adecuado que garantizase la viabilidad en el tiempo del SME. La crisis de 1992, de hecho, puso fin a este espejismo.

3.6 La crisis del SME

La estabilidad que caracterizó al Sistema Monetario Europeo desde 1997 llegó a su fin a partir de la primavera de 1992, poco después de que el Consejo Europeo aprobase en febrero el Tratado de Maastricht, el cual recogía todo lo relativo al establecimiento y funcionamiento de la Unión Monetaria Europea, hasta el punto de provocar la ruptura del sistema. Para el proyecto de construcción de la Unión Monetaria Europea estos acontecimientos supusieron un duro golpe porque ponían en entredicho la viabilidad del proceso a medio y largo plazo y porque el Tratado de Maastricht había confiado al SME el papel de instrumento de integración monetaria hasta que la moneda única entrase en vigor. Los problemas que provocaron la ruptura del mecanismo de cambios fueron de

¹⁶⁷ Op. cit., p 13

naturaleza tanto política, como consecuencia del proceso de ratificación del Tratado de Maastricht en los distintos Estados miembros, como macroeconómica y su impacto se vio amplificado por la libertad de movimientos de capitales.

En el terreno estrictamente macroeconómico, los problemas evidenciaban la falta de un entramado institucional adecuado para garantizar la coordinación de las políticas económicas, empezando por la política monetaria y cambiaria, y la gestión de crisis. Los problemas empezaron en febrero, cuando las reservas de divisas italianas empezaron a descender. Las salidas de capitales se incrementaron después de que, en julio, el Gobierno italiano incrementara el impuesto de patrimonio sobre los depósitos y el Estado anunciara que no se haría cargo de las deudas derivadas de la bancarrota del Ente Partecipazione e Finanziamento della Industria Manifatturiera. Pero el gran golpe vino cuando, el 2 de julio, el tipo de descuento de la Reserva Federal estadounidense se redujo del 3,5% al 3% y el 16 de julio el Bundesbank incrementó el suyo del 8% al 8,75%. Con ello, el diferencial de tipos entre Estados Unidos y Alemania se incrementó de los 450 a los 575 puntos básicos, provocando un flujo de capitales desde Estados Unidos hacia Alemania que debilitó al dólar y apreció al marco. Este hecho forzó la salida de la lira y la libra del SME, la devaluación del tipo de cambio central de la peseta y que el resto de divisas del mecanismo de cambios se colocara justo al borde de su banda inferior de fluctuación. Para defender sus monedas, los países que siguieron en el SME tuvieron que subir sus tipos de interés, dando lugar a la crisis económica de 1992, que alimentó nuevos ataques especulativos de los mercados, ya que pensaban que los desequilibrios acumulados en términos de inflación, balanza de pagos y pérdida de competitividad, fundamentalmente en España, Portugal y Grecia, llevarían a estos países necesariamente a tener que devaluar. Además, países como Irlanda, España, Italia, Reino Unido o Portugal tenían su tipo de cambio sobrevalorado antes de que estallara la crisis, como consecuencia de su política anti inflacionista basada en ligar sus monedas al marco. Los ataques también afectaron a Francia, cuya política del ‘franco fuerte’ provocó desequilibrios macroeconómicos y subidas del paro.

Los movimientos de capitales que dieron lugar a la crisis se produjeron, en primer lugar, por los desequilibrios macroeconómicos y circunstancias cambiarias citadas en el párrafo anterior, pero también porque la propia crisis del Sistema Monetario Europeo puso en cuestión que se llegara a crear la Unión Monetaria Europea. Toda la crisis coincidió en el tiempo con el proceso de ratificación del Tratado de Maastricht por parte de todos los Estados miembros de la Unión Europea, con lo que las

incertidumbres en torno a la misma estaban a la orden del día. Además, la crisis económica que desencadenaron las turbulencias en el mecanismo de cambios europeo deterioró los saldos presupuestarios de todos los Estados miembros de la UE hasta el punto de que, entre 1992 y 1994, ninguno de ellos cumplía el criterio de convergencia en materia de déficit público y sólo cuatro cumplían el de deuda. Todo ello suscitó muchas dudas acerca de que la Unión Monetaria Europea llegara a entrar en vigor algún día y esas dudas también alimentaron la crisis del Sistema Monetario Europeo.

Tras la crisis, el Parlamento Europeo encargó a la Association for the Monetary Union in Europe que elaborase un informe sobre la crisis del SME y sus consecuencias. El trabajo, dirigido por Stefan Collignon, que se publicó en 1994 bajo el título *Europe's Monetary Future* avala la interpretación anterior. Según el documento

there exists a systemic weakness in the functioning of the EMS during the transition phase to full EMU. The problem consists in the fact that while realignments¹⁶⁸ may be the appropriate response to insufficient convergence of fundamental economic indicators, significant exchange rate tensions can develop when minor 'real' divergences are nothing more than a pretext for large volumes of capital flows. In 1992 and 1993 the EMS has seen several such speculative attacks, which tested the resolve of the political and monetary authorities¹⁶⁹.

Y, más adelante, añaden que

Once the Danish referendum on 2 June 1992 rejected the Maastricht Treaty, financial markets rediscovered the economic and exchange-rate risks, as the political assumptions of the convergence play strategy did not seem to hold any longer. Consequently, investors tried to shift their funds out of the high yield currency areas in order to protect themselves against possible losses¹⁷⁰.

4. La Unión Monetaria Europea

A pesar de que el objetivo último de establecer una Unión Monetaria Europea estuvo ausente de la resolución del Consejo Europeo por la que se creó el Sistema Monetario Europeo, la idea no cayó en el olvido. En 1981, dos años después de la creación del SME, el ministro de Asuntos Exteriores alemán, Hans-Dietrich Genscher, y su homólogo italiano, Emilio Colombo, presentaron un esquema de actuaciones, conocido

¹⁶⁸ Realineamiento es el término utilizado para referirse a una devaluación del tipo de cambio central de una moneda del Sistema Monetario Europeo.

¹⁶⁹ Collignon, Bofinger, Johnson y De Maigret (1994), p. 155

¹⁷⁰ Op. cit., p. 156

como *Plan Genscher-Colombo*, para acercar Europa a los ciudadanos a través del establecimiento de una Unión Europea en la que la integración económica y la cooperación política avanzaran de forma más paralela. Dicho plan, que fue el germen del Acta Única Europea, propuso que se desarrollara el SME con el objetivo último de llegar a alcanzar una unión económica y monetaria:

*The European Monetary System, which has led to the creation of a major zone of monetary stability, is a positive element. Beyond the monetary stability guaranteed by the EMS, the Member States should strive to achieve an increasing convergence of their economies. Looking ahead to economic and monetary union, which, as part of European Union, is to consolidate the economic and financial solidarity of the Community, they should aim at a closer coordination of their economic policies, not least with a view to the further development of the EMS*¹⁷¹.

El Acta Única Europea, en su preámbulo, ya se refiere a

la realización progresiva de la unión económica y monetaria.

El Acta Única Europea, además, no se queda en una mera declaración de intenciones en lo relativo a la Unión Monetaria Europea, sino que añade al Tratado de Roma un artículo 102a en el que hace referencia, por primera vez en un Tratado, al Sistema Monetario Europeo y al proceso de reforma del Tratado a seguir en caso de que los desarrollos futuros de la política económica y monetaria necesitaran de cambios institucionales. Concretamente, señala que

- 1. A fin de garantizar la convergencia de las políticas económicas y monetarias, necesaria para el desarrollo ulterior de la comunidad, los estados miembros cooperaran de acuerdo con los objetivos enunciados en el artículo 104. los estados miembros tendran en cuenta para ello las experiencias adquiridas por medio de la cooperacion en el marco del sistema monetario europeo y del desarrollo del ecu, dentro del respeto de las competencias existentes.*
- 2. En la medida en que el desarrollo ulterior de la política económica y monetaria exigiere modificaciones institucionales, se aplicaran las disposiciones del artículo 236. En caso de modificaciones institucionales en el ambito monetario, el Comité Monetario y el Comité de Gobernadores de los bancos centrales seran igualmente consultados.*

¹⁷¹ Comisión Europea (1981), p. 91

Según el artículo 236, para llevar a cabo esas modificaciones institucionales es preciso convocar previamente una Conferencia intergubernamental.

4.1 *El Libro Blanco de Delors*

El 1 de enero de 1985, poco antes de que los líderes comunitarios iniciaran las negociaciones del Acta Única Europea, el francés Jacques Delors fue nombrado presidente de la Comisión Europea. Delors llegó al cargo dispuesto a desbloquear la parálisis en que se encontraba en aquellos momentos el proceso de construcción europea y se encontró con un ambiente institucional favorable a sus intenciones. El Acta Única Europea pretendía que la Comunidad fuera más allá de un mercado común para establecer un verdadero Mercado Único y, antes incluso de que se firmara el acuerdo final con las reformas del Tratado de Roma que incluía el Acta Única Europea, la Comisión recibió el mandato de dar forma a este último Tratado. Con este fin, el Ejecutivo comunitario elaboró el informe *Completing the Internal Market*, más conocido como *Libro Blanco de Delors*. Según Vanthoor,

*the 'zone of monetary stability' intended to be created through the EMS was seen as a major prerequisite for the Single Market which would be seriously jeopardized if diverging policies pursued by the Member States were to undermine price and exchange rate stability*¹⁷².

Es decir, la Unión Monetaria Europea no constituía por entonces un fin en sí mismo, sino un medio para alcanzar y consolidar un objetivo más importante: el Mercado Único Europeo. De hecho, el *Libro Blanco* va a insistir en la importancia de la estabilidad monetaria para consolidarlo y desarrollarlo cuando propugna la libertad de circulación de capitales, el gran asunto pendiente desde la entrada en vigor del Tratado de Roma:

*it must be stressed that monetary stability, in the sense of the general level of prices and exchange rate relations, is essential precondition for the proper operation and development of the internal market. In this regard, action to achieve greater freedom of capital movements would need to move in parallel with the steps taken to reinforce and develop the European Monetary System. Exchange-rate stability and convergence of economic policies help the gradual removal of barriers to the free movement of capital; conversely, greater financial freedom leads to greater discipline in the conduct of economic policies*¹⁷³.

¹⁷² Vanthoor (1996), p. 92

¹⁷³ Comisión Europea (1985), pp. 32-33

4.2 El Informe Padoa-Schioppa

El *Libro Blanco de Delors* abrió el debate sobre las verdaderas necesidades del proceso de integración europea y sus recomendaciones influyeron de forma decisiva en la redacción final del Acta Única Europea. Una vez firmada ésta en febrero de 1986, la Comisión Europea encargó a un grupo de expertos, en abril de ese mismo año, que analizase las consecuencias económicas de la ampliación de la Comunidad a España y Portugal y de la creación de un Mercado Único en 1992, tal y como contemplaba el Acta Única Europea. El documento resultante es el *Informe Padoa-Schioppa*.

El informe hace especial hincapié en las consecuencias de la liberalización plena de los movimientos de capitales y advierte de que

*As regards monetary stability, the elimination of capital controls, coupled to the requirement of exchange rate stability, means a qualitative change in the operating environment for monetary policy. It will require moving closer to unification of monetary policy. In a quite fundamental way, capital mobility and exchange rate fixity together leave no room for independent monetary policies. In these conditions, it is pertinent to consider afresh the case for a strengthened organization of monetary coordination or institutional advances in this field. Advantages for stabilisation policy can justify such changes*¹⁷⁴.

El documento otorga una importancia especial al impacto de la liberalización de los movimientos de capitales sobre las políticas monetaria y cambiaria¹⁷⁵. Por ello considera que, aunque el SME ha promovido la estabilidad monetaria,

*there should not be self-satisfaction with the status quo. The institutional fragility of the system will need to be rectified, notably with the opening of capital markets. Moreover, the system for coordination of budgetary and other policies under the 1974 Convergence Decision has been ineffective*¹⁷⁶.

Por ello, el informe propone una estrategia para hacer compatible la libertad de movimientos de capitales y un mayor grado de fijación de los tipos de cambio:

The Group identifies the characteristics of a "Stage Two" EMS that could reconcile capital mobility and a high degree of exchange rate fixity: (i) stronger coordination and joint management of monetary policy; (ii) strengthened EMS mechanisms to counter speculative capital movements; (iii) a new model of

¹⁷⁴ Comisión Europea (1987), pp. 3-4

¹⁷⁵ Op. cit., p. 6

¹⁷⁶ Op. cit., p. 8

safeguard mechanisms, providing for more effective Community control over exceptional derogations from complete capital mobility; (iv) a well-structured participation of the Community in international monetary cooperation.

These developments would also require: (a) a reconsideration of the roles of the relevant Community bodies (Monetary Committee and the Committee of Governors), and (b) a more developed role for the ECU, with links between its presently separate private and official markets.

The "Stage Two" would not amount to a monetary union. Indeed the Group does not advocate a precipitous move to monetary union, while recognizing that this has several first-best properties from an economic point of view. There would have to be further adaptation of attitudes and behavior among private agents (employers and trade unions), as well as of political attitudes, for monetary union to be a sufficiently low-risk proposition.

As monetary integration progresses, national budgets will also have to be subject to more intense common disciplines. However, the decentralized model evident in the mature federations, where the capital market exerts some restraint on state borrowing, is more plausible in the long-run than power-sharing arrangements that have sometimes been considered¹⁷⁷.

El Informe Padoa-Schioppa no propugna el paso a la moneda única pero sí que avanza que esta solución es mucho mejor que los sistemas de tipo de cambio fijos o cualquier otra forma de integración monetaria. De hecho, como señala Wyplosz,

The aim of the Single Act is to plug the loopholes which limited the full mobility of people, goods and capital within Europe. In the process, all restrictions to capital movements were eliminated. This last innocuous-seeming step made a move to monetary union unavoidable¹⁷⁸.

El propio Wyplosz explica la razón:

The decision to adopt a single currency is the outcome of constrained optimization. The constraint is the impossible trilogy¹⁷⁹: given the freedom of

¹⁷⁷ Op. cit., p. 9

¹⁷⁸ Wyplosz (1997), p. 3

¹⁷⁹ Según el modelo Mundell-Fleming, la 'trilogía imposible' consiste en la incompatibilidad de contar con una política monetaria independiente en un contexto de tipos de cambio fijos y libertad de movimientos de capitales. En este caso, o la política monetaria se supedita a la defensa del tipo de cambio, o se opta por tipos flexibles, o se restringe la libertad de movimientos de capitales. Lo que resulta imposible es que se den a la vez la autonomía de la política monetaria, los tipos de cambio fijos y la libertad de movimientos de capitales.

*capital flows, the choice is between freely floating exchange rates and monetary union. The assessment is that monetary union dominates a free float. This assessment is based on the experience with floating exchange rates since 1973: wide and long-lasting fluctuations (20 to 50 percent over three to five years) are just not compatible with fully open markets and the complete removal of border posts. While that assessment is open to debate (but seldom challenged so far), the discussion on the intrinsic desirability of the monetary union is moot as long as it ignores the constraint*¹⁸⁰.

En este contexto resulta lógica la preocupación de los redactores del *Informe Padoa-Schioppa* por dotar al Sistema Monetario Europeo de mecanismos de defensa contra los ataques especulativos. Ya no se trata, simplemente, de que los beneficios que reporte a un país su incorporación a una zona monetaria superen a los costes que implica dicha acción, sino de evitar que la libertad de movimientos de capitales, implique la ruptura de dicha zona. La recomendación de dotarse de mecanismos frente a los ataques especulativos encontró plena justificación en la crisis del Sistema Monetario de 1992-1994, que forzó una ampliación de las bandas de fluctuación de las distintas monedas en relación con el marco alemán, el eje del sistema, desde el 2,25% al 15%, con el fin de mantener vivo el SME y desincentivar los ataques especulativos.

Además, el informe propugna la creación de sistema europeo de bancos centrales, de corte federal, con capacidad para coordinar la política monetaria de todos los miembros del SME:

*in the monetary area it is necessary to move towards a European central banking system with considerably enhanced policy coordination and executive responsibilities*¹⁸¹.

4.3 El Memorándum Balladur y la Cumbre de Hanover

La culminación del Mercado Único y la necesidad de fortalecer el Sistema Monetario Europeo ante la liberalización de los movimientos de capitales abonaron el terreno para que la Unión Europea se decidiera a pasar a la moneda única. El tercer y último elemento fue la conciencia creciente de que el marco alemán actuaba, de facto, como ancla del SME y, por tanto, otorgaba al Bundesbank todo el poder de decisión dentro del sistema, convirtiéndolo en asimétrico. Francia, por ello, quiso modificar el

¹⁸⁰ Op. cit., p. 8

¹⁸¹ Op. cit., p. 13

entramado institucional para que las decisiones no fueran adoptadas por un solo banco central, sino por todos ellos conjuntamente. La iniciativa surgió del entonces ministro de Economía, Finanzas y Privatizaciones, Édouard Balladur, quien, el 8 de enero de 1988, presentó al Ecofin el estudio *Mémorandum sur la Construction Monétaire Européenne*, conocido como *Memorandum Balladur*, en el que abogó por la creación de *a zone with a single currency (...) that is, a zone in which the one and the same currency would serve as a means of payment in all countries and in which the one common central bank and 'federal' banks in all countries would exist*¹⁸².

La propuesta francesa encontró el respaldo del ministro alemán de Asuntos Exteriores, Hans-Dietrich Genscher, quien, al mes siguiente y a título personal, presentó un informe sobre una moneda única y un banco central europeo diseñado a imagen y semejanza del Bundesbank. El banco central alemán, sin embargo, rechazó la idea de plano. En cambio, al canciller Helmut Kohl la propuesta le resultó atractiva hasta el punto de que acordó con el presidente de la Comisión Europea, Jacques Delors, que en la Cumbre Europea de Hanover, en junio de 1988, propondría la formación de un comité para la creación de la Unión Monetaria Europea presidido por el propio Delors.

Antes de la cumbre, la Comisión Europea elaboró un dossier para concretar los temas del mandato que el Consejo iba a formular en Hanover. Según el documento,

There are two main reasons why the adoption of a single, common currency in EMU would appear optimal:

- *the continued existence of national currencies, even at fixed exchange rates, is likely to cast doubt on the irreversibility of EMU. Interest rate differentials, such as exist now between the BFR and LFR, would appear and the unicity of the monetary union would thereby be weakened;*
- *from the point of view of market efficiency and transparency, the continued existence of twelve different currencies would be suboptimal. A grid of parities between twelve currencies involves 60 different cross rates which need to be remembered. Exchange transactions would still have to take place and these would not be costless. The psychological effect of EMU in the area of tourism and image abroad, given the different banknotes still circulating, would not be very strong. A single common*

¹⁸² Dyson y Featherstone (1999) p. 164

*currency would clearly be the best solution for efficiency and transparency in EMU*¹⁸³.

Es decir, para garantizar la irreversibilidad de la Unión Monetaria Europea ésta tiene que adoptar, necesariamente, la forma de una moneda única, el modelo que la teoría de las áreas monetarias óptimas considera como superior. ¿Por qué? En primer lugar, porque una moneda única evita los problemas de credibilidad a largo plazo asociados con un sistema de tipos de cambio fijos. Como señala Paul de Grauwe,

*There may arise circumstances in which the fixed exchange rate arrangement ceases to be seen as serving the national interest of the country. In that case, the country will have an incentive to renege on its promise. Economic agents will suspect this and will attack the currency. We have a speculative crisis*¹⁸⁴.

En este contexto, el mantenimiento de un sistema de tipos de cambio fijos puede estar en tela de juicio porque

*when the authorities care greatly about unemployment (or about another domestic variable) they will perceive the defense of the fixed exchange rate to be very costly. Thus, they will be more tempted to devalue*¹⁸⁵.

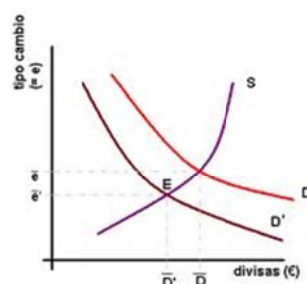
Frente a ello, una moneda única impide la utilización del tipo de cambio como mecanismo de ajuste, así como la existencia de políticas monetarias nacionales que puedan tener un carácter divergente y provoquen una crisis en la unión monetaria porque, con una moneda única, la política monetaria también es única. Por otra parte hay que tener en cuenta los costes de ruptura de una unión monetaria, como son la reintroducción de una moneda, un banco central y una política monetaria nacionales; la posible reacción contraria de los demás miembros de la unión monetaria restringiendo las importaciones procedentes del país que abandona la misma y el problema de la deuda externa del país secesionista, que estaría denominada en las monedas en que se contrajo, en especial en la de la unión monetaria. Si la razón del abandono de la unión monetaria es la dificultad de tratar los problemas económicos nacionales sin una devaluación, los inversores entonces reaccionarán vendiendo activos del país y hundiendo el tipo de cambio de la moneda reinstaurada. Este proceso provocará el

¹⁸³ Comisión Europea (1988), p. 2

¹⁸⁴ De Grauwe (2009), p. 118

¹⁸⁵ Op. cit., p. 122

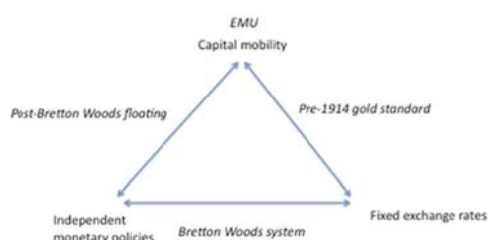
hundimiento del tipo de cambio de la moneda reinstaurada. Tal y como se muestra en el gráfico, la curva de demanda de divisas que experimenta el país secesionista se desplazará de D a D' , provocando la caída del tipo de cambio.



Este comportamiento dificultará el pago de la deuda externa y, si ésta es muy elevada, podría dar lugar a la suspensión de pagos del país secesionista. En consecuencia, si lo que se pretende es mantener la integridad de una unión monetaria, la mejor forma de hacerlo es mediante la instauración de una moneda única, debido a los costes que entrañaría la ruptura de este sistema.

Un sistema de tipos de cambio fijos, en cambio, entraña un problema fundamental. En un contexto de libertad de movimientos de cambio, si un país opta por un tipo de cambio fijo debe renunciar a la independencia de su política monetaria. Este es el trilema monetario que se presenta en el siguiente gráfico.

👉 The monetary trilemma and EMU



No obstante, en un sistema de tipos de cambio fijos un país puede optar por una política monetaria independiente, en función de sus necesidades. Supongamos que, para relanzar la economía, este país opta por una política monetaria expansiva. Entonces, si tenemos en cuenta la fórmula de Dornbusch¹⁸⁶ sobre el tipo de cambio

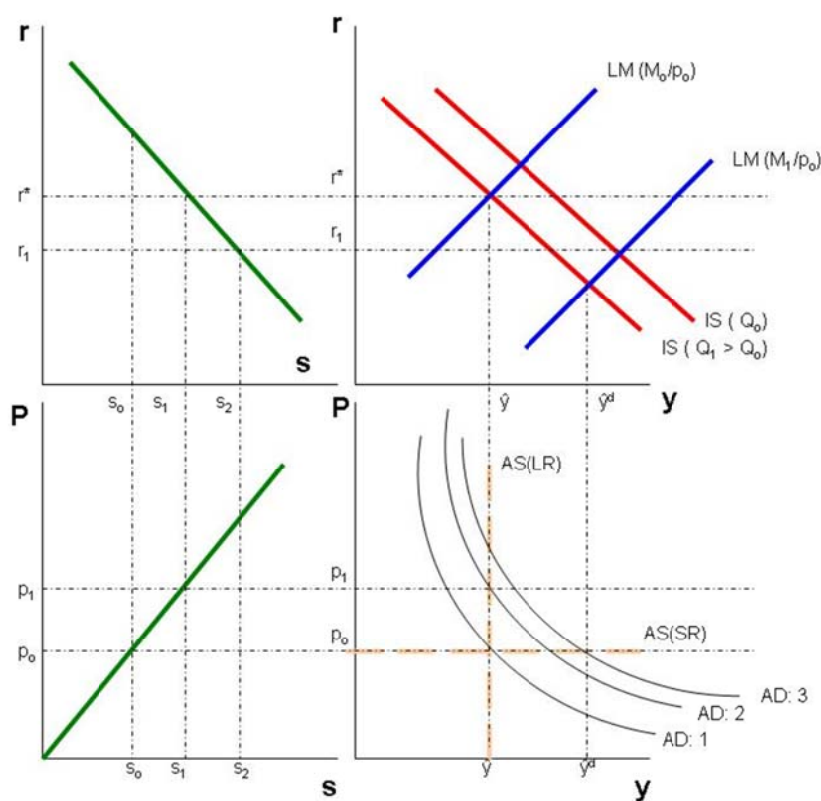
$$r = r^* + x$$

¹⁸⁶ Dornbusch (1976), p. 1163

donde r es el tipo de interés local, r^* el tipo de interés mundial y x el tipo de cambio, para que se cumpla esta ecuación una bajada del tipo de interés local debe traducirse en una caída del tipo de cambio. La tasa de dicha caída, según la ecuación de sobre-reacción de los mercados de divisas de Dornbusch, será proporcional a la diferencia entre el tipo de cambio a largo plazo y el tipo de cambio en el mercado spot. Formalmente,

$$x = \theta(e^* - e)$$

donde e es el logaritmo del tipo de cambio spot, e^* el logaritmo del tipo de cambio a largo plazo y θ el parámetro que va a provocar una sobre-reacción en la caída del tipo de cambio. Gráficamente,



Una bajada del tipo de interés de r^* a r_1 provoca una caída del tipo de cambio desde S_0 hasta S_2 , el efecto sobre-reacción, para luego volver al nuevo tipo de cambio de equilibrio a largo plazo denotado por S_1 . Ahora bien, si estamos en un sistema de tipos de cambio fijos, en teoría este movimiento solo es posible si se rompe el mismo. En caso contrario, una política monetaria expansiva con un sistema de tipos de cambio fijos puede dar lugar a tensiones insostenibles para defender el tipo de cambio, obligando a subidas de tipos de interés, que es justo lo contrario que pretende el país que quiere impulsar su economía a través de un recorte del mismo. En consecuencia, si se mantiene

fijo el tipo de cambio, no se puede aplicar esa política. Pero si un país encuentra muy costoso el renunciar al manejo de la política monetaria, puede provocar una ruptura del sistema de tipos de cambio fijos sin tener que incurrir en todos los costes de la separación de una unión monetaria construida en torno a una moneda única. En este sentido, al impedir este tipo de movimientos con los tipos de cambio, la moneda única europea se presenta, como el mejor garante de la eficiencia del Mercado Interior y, por tanto, como parte inseparable del Mercado Único.

Además, hay que tener en cuenta una segunda cuestión, que fue la que se dio con el Sistema Monetario Europeo. Cuando en un sistema de tipos de cambio fijos hay un país como Alemania que, por el tamaño de su economía y la credibilidad de su moneda, el marco, puede influir sobre las condiciones financieras del conjunto, entonces ese sistema puede estar condenado al fracaso. Volviendo a la primera fórmula de Dornbusch,

$$r = r^* + x$$

si consideramos ahora que r^* es el tipo de interés de Alemania y recordamos que las monedas del SME tenían una banda de fluctuación del $\pm 2,25\%$ en relación con su tipo de cambio central en relación con el ECU, entonces si Alemania sube los tipos de interés, los demás países tendrán que hacer lo mismo, con independencia de su situación económica, para evitar la depreciación de sus respectivos tipos de cambio y que éstos se salgan de sus bandas de fluctuación, lo que puede provocar crisis económicas en dichas naciones y/o la ruptura del sistema. Con el SME sucedieron las dos cosas. En consecuencia, en un sistema de tipos de cambio fijo, si hay un país dominante, éste, al final, acaba por imponer a los demás sus condiciones financieras, sin que nadie pueda decir nada. En cambio, con una moneda única, las decisiones de política monetaria se toman atendiendo a las condiciones del conjunto de la unión monetaria, y no de un solo país. Por todo ello, una moneda única es una forma de integración monetaria preferible a un sistema de tipos de cambio fijos.

Para diseñar el marco institucional de la Unión Monetaria Europea, el dossier propone la creación del Banco Central Europeo y de una estructura federal que incluya a los bancos centrales nacionales:

En situation d'union monétaire – c'est-à-dire de monnaie unique - la BCE assumerait l'ensemble des tâches d'une banque central dans le domaine du change et de la politique monétaire.

(...)

Il conviendrait d'exclure une structure centralisée on les banques centrales nationales disparaîtraient ou seraient cantonnées dans de pures fonctions d'exécution. Une structure fédérale s'impose: les exemples de la Bundesbank et du FED suggèrent comment ce fédéralisme pourrait être organisé au double plan de la composition des instances dirigeantes et des relations avec les banques fédérées¹⁸⁷.

Asimismo, el dossier aborda otra cuestión fundamental, esto es la necesidad de un cierto grado de integración política que acompañe a la creación de la Unión Monetaria Europea:

si l'union monétaire et l'union économique vont à coup sûr de pair, il est également certain que l'Union économique et monétaire ne pourra pas aller sans une certaine union politique qui pourrait, par exemple, prendre la forme d'une Confédération. Dans ces conditions, et aussi dans la mesure où la BCE serait créée avant la réalisation de l'union monétaire, il faudrait initialement laisser ouverts un certain nombre d'aspects pratiques de l'autonomie¹⁸⁸.

Aunque el dossier señala la necesidad de una mayor coordinación de las políticas presupuestarias nacionales una vez que se forme la Unión Monetaria Europea, los redactores del mismo se decantan por la creación de un presupuesto supranacional, es decir, por una ampliación del presupuesto comunitario, que se pueda utilizar como instrumento de política macroeconómica en un área en el que la política monetaria común estimulará la sincronización de los ciclos económicos y como mecanismo de transferencias dentro del área monetaria:

It is claimed that monetary union requires one central government budget (the EC budget) which is very large in relation to the regional budgets (the national budgets). This claim may be based on either macroeconomic considerations or on distributive arguments.

- a) *With only one budget of macroeconomic significance for the whole EC, it seems indeed easier to conduct fiscal and monetary policies in a coordinated way. However, this argument loses some of its power in a monetary union: centralized monetary policies will tend to synchronize*

¹⁸⁷ Op. cit., p. 5

¹⁸⁸ Op. cit., p. 6

economic activity in the Community. Member States will consequently see less need to pursue individual fiscal policies which differ from each other.

- b) It is frequently stressed - also in German statements - that monetary union requires solidarity among the economically strong and weak regions. The transfer of financial resources must be extended, and the EC budget must be expanded relative to the national budgets. Without a strong expansion of the central budget, the risk is underlined that poorer regions, which will be deprived of the exchange rate instrument to cope with weak competitiveness, will continually be tempted to abandon the union. To underline the case for political prior to monetary unification, reference is sometimes also made to the fact that historically a common central bank has usually been created only when political union was achieved. Equally, it is pointed out that regional imbalances within countries are frequent and that they are overcome only thanks to massive intra-country transfers¹⁸⁹.*

La idea de un auténtico presupuesto europeo, sin embargo, no supondría la desaparición de las políticas fiscales nacionales, ejecutadas con un alto grado de autonomía. En una unión monetaria, este hecho plantea tres cuestiones fundamentales: la influencia de las políticas presupuestarias nacionales sobre la oferta monetaria, los tipos de interés y los tipos de cambio; la consistencia de la estabilidad macroeconómica en el seno de la unión monetaria y si una redistribución de renta entre los países miembros es un requisito previo para la viabilidad de una unión monetaria a medio y largo plazo. Para tratar de aclarar estas cuestiones, la Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros de la Comisión Europea elaboró, en agosto de 1988, una vez que la Cumbre de Hanover aprobó la creación del comité para la creación de la unión económica y monetaria, el informe titulado *The Need for Constraining National Budgetary Autonomy in an Economic and Monetary Union*. Lo primero que hace el documento es proponer un marco institucional que impida la monetización de los déficit presupuestarios nacionales:

In view of the fact that monetary policy will be decided at the Community level in a monetary union, a rule to prevent autonomous monetary financing of national deficits would seem a logical requirement.

¹⁸⁹ Op. cit., pp. 9-10

(...)

A European central bank could probably find a way of creating sufficient liquidity to finance a deficit if it really wanted to whatever its framework of rules. The most effective way of ensuring that this does not happen is to have both a rule preventing monetary financing of budget deficits and an autonomous and independent decision making body for the European central bank¹⁹⁰.

Además, aboga por una norma que ponga un límite al volumen de déficit público en que puede incurrir un país:

A rule could take the form of restricting the absolute size of budget deficits or of putting a ceiling on the amount of government borrowing allowed. A rule of this kind would ensure that individual national governments could not crowd out other investors in the Community through issuing excessive debt. It would have the disadvantage of limiting room for manoeuvre were a national deficit to grow too large¹⁹¹.

Por último, el documento vuelve a insistir en la necesidad de un presupuesto europeo:

The systemic problem of stabilization policy consistency in an EMU can only be treated successfully either through a binding coordination of national fiscal policies -which many prove very complex both from a technical and political point of view- or, more plausibly, through the endowment of the Community budget with the necessary minimum of fiscal policy instruments for stabilization purposes¹⁹².

En relación con el sistema previo de redistribución de la renta entre países el documento se pregunta si, para garantizar la viabilidad de la Unión Monetaria Europea a medio y largo plazo, bastará con el modelo de política regional aprobado en la Cumbre de Bruselas de 1988, que supone una transferencia neta de recursos a las regiones menos desarrolladas del orden del 2% de su PIB. La preocupación de los redactores del documento se centra en el caso de un país que sufra una crisis económica y tenga, además, problemas presupuestarios. Con la entrada en vigor de la Unión Monetaria Europea, y de acuerdo con el esquema institucional que propone el documento, ni el déficit público de dicha nación podría monetizarse, ni esta podría devaluar su moneda para ajustar su economía. En este contexto, el riesgo es que

¹⁹⁰ Comisión Europea (1988b), p. 5

¹⁹¹ Op. cit., p. 6

¹⁹² Op. cit., p. 9

Faced with this predicament, that country could, if completely left to its own devices, start considering after a while whether to renege of its EMU commitment and opt out in order to regain control over a number of policy instruments. This would deal a severe blow to the “acquis communautaire”. Worse still, with budgetary “responsibility” waxing and “autonomy” waning, it is not excluded in the light of the budgetary laxity several Member States have exhibited in the past that a country gets ultimately dragged into defaulting on its debt (as happened to the city of New York at the end of the seventies). The resulting consequences would definitely be felt also outside the “bankrupt” Member State, in particular if part of the national government debt were held in foreign portfolios, or if the local financial institutions were under a (quasi) obligation to invest part of their funds in national government paper. Given the extensive interbank ramifications, such a default could unsettle the banking system of the entire federation¹⁹³.

Para evitar esa situación, el texto recuerda que todos los Estados federales cuentan con mecanismos de transferencias que reducen las diferencias de renta per cápita entre regiones, lo que les facilita a éstas el respeto de la ortodoxia presupuestaria, pero no llega a realizar propuesta concreta alguna, sino que se limita a preguntarse si, en este sentido, basta con el sistema de transferencias del modelo de política regional de la Comunidad Europea para poder satisfacer esa condición.

4.4 El Informe Delors

El 12 de abril de 1989, el Comité para el Estudio de la Unión Económica y Monetaria concluyó y presentó sus trabajos bajo el nombre de *Report on economic and monetary union in the European Community*, más conocido como *Informe Delors*, que diseñó una estrategia en tres etapas para el paso a la Unión Monetaria Europea.

En primer lugar, el documento establece la necesidad de avanzar hacia una unión monetaria para que el Mercado Único sea un éxito:

The success of the internal market program hinges to a decisive extent on a much closer coordination of national economic policies, as well as on more effective Community policies. This implies that in essence a number of the steps towards economic and monetary union will already have to be taken in the course of establishing a single market in Europe¹⁹⁴.

¹⁹³ Op. cit., p. 10

¹⁹⁴ Comisión Europea (1989), p. 15

Además, a raíz del *Informe Padoa-Schioppa*, reconoce que la libertad de movimientos de capitales afecta al proceso de integración económica y monetaria:

*With full freedom of capital movements and integrated financial markets incompatible national policies would quickly translate into exchange rate tensions and put an increasing and undue burden on monetary policy. The integration process thus requires 'more intensive and effective policy coordination', even within the framework of the present exchange rate arrangements, not only in the monetary field but also in areas of national economic management affecting aggregate demand, prices and costs of production*¹⁹⁵.

Y también advierte que para que las cosas funcionen puede ser preciso el ir más allá de la cooperación voluntaria en materia de política económica:

*While 'voluntary cooperation'*¹⁹⁶ *should be relied upon as much as possible to arrive at increasingly consistent national policies, thus taking account of divergent constitutional situations in member countries, there is also likely to be a need for more binding procedures*¹⁹⁷.

Teniendo en cuenta estos elementos, el informe estima que una unión económica y monetaria implica una moneda única y una política monetaria común:

*Economic and monetary union in Europe would imply complete freedom of movement for persons, goods, services and capital, as well as irrevocably fixed exchange rates between national currencies and, finally, a single currency. This, in turn, would imply a common monetary policy and require a high degree of compatibility of economic policies and consistency in a number of other policy areas, particularly in the fiscal field. These policies should be geared to price stability, balanced growth, converging standards of living, high employment and external equilibrium. Economic and monetary union would represent the final result of the process of progressive economic integration in Europe*¹⁹⁸.

El informe indica que una política monetaria única requiere una autoridad monetaria única, así como reglas y procedimientos de coordinación de las políticas macroeconómicas nacionales que obligue a todos los Estados miembros, en especial con lo relacionado con los déficit presupuestarios y su financiación:

¹⁹⁵ Op. cit., p. 15

¹⁹⁶ En cursiva, en el original

¹⁹⁷ Op. cit., p. 15

¹⁹⁸ Op. cit., p. 17

A monetary union would require a single monetary policy and responsibility for the formulation of this policy would consequently have to be vested in one decision-making body. In the economic field a wide range of decisions would remain the preserve of national and regional authorities. However, given their potential impact on the overall domestic and external economic situation of the Community and their implications for the conduct of a common monetary policy, such decisions would have to be placed within an agreed macroeconomic framework and be subject to binding procedures and rules. This would permit the determination of an overall policy stance for the Community as a whole, avoid unsustainable differences between individual member countries in public-sector borrowing requirements and place binding constraints on the size and the financing of budget deficits¹⁹⁹.

El informe no es partidario de emplear los medios de la política regional y estructural de la Comunidad Europea como elemento de asistencia financiera en casos de choques asimétricos. En cambio, el documento sí entiende que la política regional puede servir para evitar que la movilidad del factor trabajo a gran escala se convierta en el principal elemento de ajuste ante la crisis:

excessive reliance on financial assistance through regional and structural policies could cause tensions. The principal objective of regional policies should not be to subsidize incomes and simply offset inequalities in standards of living, but to help to equalize production conditions through investment programs in such areas as physical infrastructure, communications, transportation and education so that large-scale movements of labour do not become the major adjustment factor²⁰⁰.

Aun así, el informe entiende que puede resultar necesaria cierta movilidad laboral y cierta flexibilidad de salarios para reducir las diferencias de competitividad entre diferentes regiones y países. Por ello, para reducir las cargas que esta forma de ajuste supone, el texto aboga por mecanismos oficiales de apoyo financiero, si bien no especifica cuáles serían estos mecanismos:

Wage flexibility and labour mobility are necessary to eliminate differences in competitiveness in different regions and countries of the Community. Otherwise there could be relatively large declines in output and employment in areas with lower productivity. In order to reduce adjustment burdens temporarily, it might be

¹⁹⁹ Op. cit., p. 18

²⁰⁰ Op. cit., pp. 22-23

*necessary in certain circumstances to provide financing flows through official channels. Such financial support would be additional to what might come from spontaneous capital flows or external borrowing and should be granted on terms and conditions that would prompt the recipient to intensify its adjustment efforts*²⁰¹.

Para que la unión económica y monetaria pueda funcionar de manera adecuada, el informe, por supuesto, insiste en la necesidad de coordinar las políticas presupuestarias nacionales, dado que el presupuesto comunitario, por su tamaño y naturaleza, no puede emplearse como instrumento de política macroeconómica:

*an economic and monetary union could only operate on the basis of mutually consistent and sound behaviour by governments and other economic agents in all member countries. In particular, uncoordinated and divergent national budgetary policies would undermine monetary stability and generate imbalances in the real and financial sectors of the Community. Moreover, the fact that the centrally managed Community budget is likely to remain a very small part of total public-sector spending and that much of this budget will not be available for cyclical adjustments will mean that the task of setting a Community-wide fiscal policy stance will have to be performed through the coordination of national budgetary policies. Without such coordination it would be impossible for the Community as a whole to establish a fiscal/monetary policy mix appropriate for the preservation of internal balance, or for the Community to play its part in the international adjustment process*²⁰².

Por último, el documento defiende la creación de un sistema federal de bancos centrales para gestionar la política monetaria, con una autoridad monetaria comunitaria como eje central del mismo:

Considering the political structure of the Community and the advantages of making existing central banks part of a new system, the domestic and international monetary policy-making of the Community should be organized in a federal form, in what might be called a European System of Central Banks (ESCB). This new System would have to be given the full status of an autonomous Community institution. It would operate in accordance with the provisions of the Treaty, and could consist of a central institution (with its own balance sheet) and

²⁰¹ Op. cit., p. 23

²⁰² Op. cit., pp. 23-24

*the national central banks. At the final stage the ESCB - acting through its Council - would be responsible for formulating and implementing monetary policy as well as managing the Community's exchange rate policy vis-à-vis third currencies. The national central banks would be entrusted with the implementation of policies in conformity with guidelines established by the Council of the ESCB and in accordance with instructions from the central institution*²⁰³.

4.5 El informe 'One Market, One Money' y la Conferencia Intergubernamental

A pesar de la oposición británica al proceso de integración monetaria europea, por considerar que su objetivo último era llegar a la unión política, el Consejo Europeo celebrado en Madrid los días 26 y 27 de junio de 1989 consiguió alcanzar un compromiso por el cual la primera etapa de la formación de la Unión Monetaria Europea se iniciaría el 1 de julio de 1990, la fecha de entrada en vigor de la directiva europea de liberalización de capitales y se iniciarían negociaciones para el paso a las etapas dos y tres tan pronto como fuera posible. Para guiar todo el proceso el Consejo decidió adoptar el *Informe Delors* como hoja de ruta. De acuerdo con el documento, en el transcurso de la primera etapa se debía completar el Mercado Interior, reformar los fondos estructurales y duplicar sus recursos, reforzar la coordinación de las políticas económicas, eliminar todos los obstáculos a la integración financiera, incluir a todas las monedas de los Estados miembros en el Sistema Monetario Europeo y permitir la utilización del ECU con fines privados. El Consejo también decidió convocar dos conferencias intergubernamentales, una económica y otra política, para estudiar la reforma del Tratado de la Comunidad Económica Europea con el fin de incluir las disposiciones necesarias relacionadas con la Unión Monetaria Europea.

En octubre de 1990, la Comisión Europea publicó un informe, *One Market, One Money*, sobre los costes y beneficios del paso a la Unión Monetaria Europea, con el que pretendía, por un lado, informar el proceso de construcción de la misma y, por otro, responder a las críticas acerca de la inviabilidad de la integración monetaria europea surgidas desde círculos académicos, en especial desde los estadounidenses. El informe comienza por vincular el Mercado Interior con la Unión Monetaria Europea:

²⁰³ Op. cit., p. 25

If the Community were not to move ahead to EMU, would '1992 + EMS' be a stable alternative? This is not sure, since complete capital liberalization requires virtually a unified monetary policy if exchange rates are to be stable. Other alternatives to EMU might therefore be 1992 with less than a completed EMS, or a completed EMS with less than a fully integrated single market. The net benefits of EMU would be correspondingly greater in relation to these alternatives²⁰⁴.

Además, la Comisión Europea considera que

the addition of a single currency to a single market will perfect the resource allocation function of the price mechanism at the level of the Community as a whole. Without a completely transparent and sure rule of the law of one price for tradable goods and services, which only a single currency can provide, the single market cannot be expected to yield its full benefits — static and dynamic²⁰⁵.

El 15 de diciembre de 1990, el Consejo Europeo inauguró las dos conferencias intergubernamentales en Roma, que concluyeron un año después en la Cumbre de Maastricht, en la que se acordó promulgar un nuevo Tratado.

4.6 El Tratado de Maastricht

El Tratado de Maastricht supone un contrapunto de suma importancia en el proceso de integración monetaria europeo. En primer lugar, es la primera vez que un Tratado recoge, de forma explícita, todo lo referente a la Unión Monetaria Europea, su creación, su organización y su gestión. El Acta Única Europea se había limitado a referirse en su preámbulo a la “realización progresiva de la unión económica y monetaria” y a citar en el artículo 102.a al Sistema Monetario Europeo, en referencia con las experiencias adquiridas en él en materia de cooperación en política económica, pero nunca llegó a regular nada relativo a la integración monetaria que no estuviera ya presente en el Tratado de Roma. El Tratado de Maastricht, que, según Fernández Navarrete, tiene el carácter de “tratado constitutivo”²⁰⁶, no sólo recoge esos aspectos y profundiza en ellos, sino que establece como uno de los principios básicos de la Unión Europea “el establecimiento de un mercado común y de una unión económica y monetaria” (art. 2), lo cual “implicará la fijación irrevocable de tipos de cambio con vistas al establecimiento de una moneda única, el ecu, la definición y la aplicación de una

²⁰⁴ Comisión Europea (1990), p. 9

²⁰⁵ Op. cit., p. 19

²⁰⁶ Fernández Navarrete (2010), p. 130

política monetaria y de tipos de cambio única cuyo objetivo primordial sea mantener la estabilidad de precios” (art. 3 A, punto 2). Además, por el artículo 4 A “se crean un Sistema Europeo de Bancos Centrales, denominado en lo sucesivo “SEBC”, y un Banco Central Europeo (denominado en lo sucesivo “BCE”)”. Asimismo, dedica todo el Título VI a regular todo lo referente a la política económica en el contexto de la unión monetaria, establece la organización institucional de la misma y define las fases para llegar a ella, así como las acciones a tomar en cada una de estas etapas. Por último, el Tratado de Maastricht incluye sendos protocolos conteniendo los estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo y del Instituto Monetario Europeo, el germen del BCE, un tercero sobre los criterios de convergencia para acceder a la Unión Monetaria Europea, un cuarto sobre la transición a la tercera fase de la moneda única y, por último, un quinto sobre la no obligación del Reino Unido de pasar a la tercera fase, la cláusula de *opting-out*.

En segundo lugar, y por primera vez en todo el proceso de integración monetaria europea, los líderes de la Unión Europea optaron por la forma más *dura* de integración, con las consiguientes implicaciones en términos de cesión de soberanía nacional. Recuérdesse que cuando se estableció la ‘serpiente monetaria’, de todos los informes previos a su adopción, la Unión Europea se decantó por el plan más suave de todos ellos, el *Plan Werner*, que era el que implicaba menores cesiones de soberanía. Y lo mismo sucedió cuando se estableció el Sistema Monetario Europeo, que no fue otra cosa que una versión más perfeccionada de la serpiente. En este caso, sin embargo, las cosas fueron distintas. De hecho, como observan Dyson y Featherstone,

*The Delors report provided a vital basis of technical legitimacy for EMU and set the key parameters for the subsequent treaty negotiations*²⁰⁷.

De hecho, la creación de la moneda única en vez de un sistema de tipos de cambio fijos (art. 3 A, punto 2), la estructura institucional de la unión monetaria europea (art. 4 A, capítulo 3 del Título VI y Protocolo sobre los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo), la política monetaria única (Capítulo 2 del Título VI), la definición y contenido de las tres etapas para llegar a la unión monetaria (Capítulo 4 del Título VI y Protocolo sobre la transición a la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria), la coordinación de las políticas económicas con elementos que obliguen a todos los países (art. 3 A y Capítulo 1 del Título VI), la prohibición tanto

²⁰⁷ Dusan y Featherstone (1999), p. 691

de monetizar los déficit públicos nacionales (art. 104 y 104 A) como de rescatar a países con problemas (art. 104 B), los criterios de convergencia (artículo 109 J y Protocolo sobre los criterios de convergencia previstos en el artículo 109 J del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea), el procedimiento sobre déficit excesivos (art. 104 C y Protocolo sobre el procedimiento en caso de déficit excesivo), el impulso a los fondos estructurales y su papel en la unión económica y monetaria (art. 123 y Título XIV) y la creación del Fondo de Cohesión (art. 130D) son todas ellas recomendaciones del *Informe Delors* que recogió el Tratado de Maastricht. La única de las recomendaciones principales del documento a la que el Consejo Europeo prestó oídos fue a la creación de ese mecanismo de asistencia financiera a través de canales oficiales para reducir temporalmente las cargas de los ajustes macroeconómicos para un país que sufra una crisis de naturaleza idiosincrática.

Por último, y a diferencia de los dos intentos anteriores de crear una unión monetaria, el Tratado de Maastricht no es fruto de la necesidad de dar respuesta a situación alguna de crisis del sistema monetario internacional. Los informes previos a la creación de la ‘serpiente monetaria’ se derivaron de la conciencia creciente por parte de los europeos de que el sistema de tipos de cambio fijos diseñado en Bretton Woods estaba dejando de funcionar bien y era preciso sustituirlo por otro para conservar todo lo que se había avanzado hasta aquel momento en términos de construcción del Mercado Interior. A su vez, el Sistema Monetario Europeo fue la respuesta a las importantes turbulencias monetarias internacionales que siguieron al colapso del sistema de Bretton Woods y a las dos primeras crisis del petróleo. En cambio, los informes y trabajos preparatorios que fructificaron con la firma del Tratado de Maastricht se desarrollaron en un entorno de estabilidad monetaria y cambiaria entre las divisas europeas y de crecimiento económico a nivel mundial. La preocupación de los redactores del Tratado no era, por tanto, dar respuesta a una nueva crisis; por el contrario, su pretensión era la de avanzar y profundizar en el proceso de integración europea.

Todas estas diferencias entre la Unión Monetaria Europea, por un lado, y la ‘serpiente monetaria’ y el SME suelen explicarse, fundamentalmente, porque el momento político resultaba adecuado para ello, con Francia deseando reducir el poder financiero de Alemania sobre el conjunto de la Unión Europea a través del Sistema Monetario Europeo, y con Alemania deseando proceder, tras la caída del muro de Berlín, a la largamente ansiada reunificación, que tan temida era por otros Estados europeos. De hecho, el Reino Unido, con Margaret Thatcher como primera ministra, se

opuso a la misma. También destaca el impulso que dio la Comisión Europea al proceso de integración desde que, en 1985, llegara a su presidencia Jacques Delors. Pero también hay causas económicas para explicar la formación de la Unión Monetaria Europea. La década de 1980 fue la del comienzo de la liberalización a escala global de los movimientos internacionales de capitales. Esta constituía aún la gran asignatura pendiente de la Unión Europea desde la firma del Tratado de Roma y los estados miembros la abordaron entonces como parte del programa para completar el Mercado Único. Sin embargo, como puso de manifiesto el *Informe Padoa-Schioppa*, la libertad de movimientos de capitales podía hacer insostenible el mantenimiento a medio y largo plazo del SME. La desaparición del mismo podría poner en peligro el Mercado Único, debido a los movimientos de tipos de cambio. Por tanto, el Mercado Interior y la Unión Monetaria Europea tenían que formar, necesariamente, parte de un mismo todo: el Mercado Único o Unión Económica y Monetaria. Como señala Wyplosz:

Is the logic behind monetary union only political? Quite the contrary. The political aim of a single currency has been pursued relentlessly by its advocates since the late 1950s; several explicit attempts failed because economic conditions were not ripe. The Maastricht Treaty only came about because the lifting of capital controls had reduced the alternate options to just two unpalatable extremes: either allow exchange rates to float freely or accept the complete domination of Germany's Bundesbank over Europe's monetary policy. Freely floating exchange rates are not compatible with a completely borderless economic area. They carry the germs of protectionist pressure and financial instability which threaten economic integration. As for dominance by the Bundesbank, it has been largely beneficial over the last decade, chiefly because inflation has been eliminated. Yet there have been costs: lasting double-digit unemployment, major policy mistakes that led to the currency crises of 1992-93, and continuing disagreements over the objectives of the Bundesbank. The current situation is not sustainable because it entails a fundamental contradiction. On one hand, the Bundesbank derives its leadership from a reputation of undeterred commitment to price stability in Germany. On the other hand, long-lasting leadership requires that all of Europe's economic conditions be taken into account, which is against the Bundesbank's constitutional duty to Germany. Tinkering with the Bundesbank's constitution is not only politically impossible, but doing so would

*also undermine its credibility and its ability to lead. In this setting, EMU emerges as the best possible economic solution*²⁰⁸.

En resumen, a lo largo de toda la historia del proceso de integración monetaria, la Unión Europea ha tratado, en lo posible, de minimizar las cesiones de soberanía nacional en términos monetarios, por lo que se ha dedicado a crear reglas en lugar de instituciones. Solo la coincidencia temporal de factores políticos con la liberalización de los movimientos de capitales llevó a la Unión Europea a proceder, finalmente, a la creación de una verdadera unión monetaria, con lo que ello implica de cesión de soberanía nacional. Dicha unión adoptó como instituciones centrales el Sistema Europeo de Bancos Centrales y el Banco Central Europeo, pero no quiso ir más lejos mediante la creación de una autoridad fiscal europea, con su presupuesto, su capacidad para realizar transferencias interterritoriales y su poder para establecer impuestos europeos; como tampoco quiso establecer un mecanismo europeo de supervisión del sistema financiero ni otro de gestión de crisis, sino que se contentó con establecer reglas de mínimos. Todo ello quedó en manos de los estados miembros de la zona euro, lo mismo que la responsabilidad de las políticas macroeconómicas de estabilización. Tampoco se creó institución alguna de gobierno económico; solo se establecieron reglas fiscales para los países miembros del euro a través del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Es más, con la creación de la Unión Monetaria Europea desapareció el Fondo Europeo de Cooperación Monetaria. En consecuencia, una vez aceptado que era inevitable crear la Unión Monetaria Europea para poder preservar el Mercado Único en un contexto de libertad de movimientos de capitales, los estados miembros de la misma siguieron con su tendencia de transferir a las instituciones comunitarias la menor soberanía posible y crear reglas de comportamiento que sustituyeran a un verdadero entramado institucional para el buen gobierno de la zona euro.

²⁰⁸ Op. cit., p. 18

6. Federalismo y bancos centrales

Una vez vista la génesis de las limitaciones de la arquitectura institucional de la Unión Monetaria Europea, conviene proseguir con el análisis comparativo en el caso de aquella competencia, la del sistema monetario, que se sitúa al nivel federal tanto en la Unión Europea como en las federaciones de larga tradición, con el fin de detectar si las posibles diferencias institucionales en este ámbito influyen en la gestación y desarrollo de la crisis de la Unión Monetaria Europea y/o si afectan a su capacidad de respuesta ante la misma. Para ello, se van a estudiar los casos de la Reserva Federal estadounidense, el Deutsche Bundesbank alemán antes de la incorporación de Alemania a la Unión Monetaria Europea y el conjunto unitario que conforman el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) y el Banco Central Europeo (BCE), todo ello en relación con la teoría de las uniones monetarias.

La razón para ello es doble. Por un lado, uno de los requisitos para el buen funcionamiento de una unión monetaria establecidos por Allen es la existencia de una autoridad monetaria común, independiente del poder político, organizada de forma federal, con la capacidad para decidir en exclusiva sobre la política monetaria y con competencias en materia de supervisión del sistema financiero. La Unión Monetaria Europea cuenta con una autoridad monetaria que reúne casi todas esas características. De lo que se trata, en este punto, es de detectar posibles deficiencias en su arquitectura institucional, a partir de los postulados de la teoría sobre las instituciones de una unión monetaria, y comparando al Banco Central Europeo y al Sistema Europeo de Bancos Centrales con la Reserva Federal estadounidense, cuyo diseño institucional incorpora las experiencias en el tratamiento de crisis financieras y bancarias acumuladas por Estados Unidos a lo largo de los siglos XIX y XX, en especial la crisis bancaria de 1907, tras la cual se decidió crear la Reserva Federal para que actuara como prestamista de último recurso; la Gran Depresión, de la que se derivó la creación de un sistema de supervisión financiera; la crisis del peso mexicano de 1994, la crisis asiática de 1997 y la crisis, en 1998, de la deuda rusa que derivó en la quiebra del fondo de alto riesgo Long Term Capital Management, que empleaba de forma masiva los derivados, todas las cuales enseñaron a la Reserva Federal que, en el mundo de la globalización y la

innovación financiera pueden producirse crisis que supongan un riesgo sistémico y que pueden necesitar de la aplicación de medidas no convencionales para solucionarlas. El análisis comparativo también se realizará en relación con el Deutsche Bundesbank, en su momento considerado como el mejor banco central del mundo, antes de la incorporación de Alemania a la zona euro.

Por otro lado, la crisis ha afectado a la estabilidad financiera de la Unión Monetaria Europea, como lo ha hecho en el caso de Estados Unidos, si bien con consecuencias muy distintas en ambos casos. Se trata de averiguar si dichas diferencias en el desarrollo de la crisis tienen algo que ver con la naturaleza particular de sus respectivas autoridades monetarias o si, por el contrario, vienen explicadas por otro tipo de factores institucionales.

1. Características institucionales

La Reserva Federal, el Deutsche Bank y el Sistema Europeo de Bancos Centrales tienen una estructura federal. La Reserva Federal está compuesta por el Consejo de la Reserva Federal y los bancos de los doce distritos²⁰⁹ que la conforman. La estructura del Deutsche Bundesbank incluía al Bank Deutscher Länder y a los nueve bancos centrales de los länder²¹⁰, si bien, después de la reunificación alemana el territorio de los bancos regionales no siempre se correspondía con el de los länder. Por último, el Sistema Europeo de Bancos Centrales incluye al Banco Central Europeo y a los bancos centrales nacionales de los países miembros de la zona euro. Las tres instituciones también tienen en común que cuentan con un órgano que es el máximo responsable de la toma de decisiones, en especial de las relativas a la política monetaria: el Federal Open Market Committee (FOMC) en la Reserva Federal, el Consejo General en el Bundesbank y el Consejo de Gobierno en el Banco Central Europeo. En dichos órganos están representados tanto la institución central, a través de la Junta de Gobernadores en el caso de la Reserva Federal, del Directorio en el del Bundesbank y del Comité Ejecutivo en el del Banco Central Europeo, como los bancos regionales (en el caso de la zona euro son los bancos centrales nacionales, que votan de acuerdo con el sistema de rotación

²⁰⁹ Boston, Nueva York, Philadelphia, Cleveland, Richmond, Atlanta, Chicago, San Luis, Minneapolis, Kansas City, Dallas y San Francisco.

²¹⁰ Baden-Württemberg, el Estado Libre de Baviera, Berlín y Brandemburgo, Hesse, Renania del Norte-Westfalia, Renania-Palatinado y Sarre, los estados libres de Sajonia y Turingia, la ciudad libre hanseática de Bremen junto con la Baja Sajonia y Sajonia-Anhalt y, por último, la ciudad libre hanseática de Hamburgo junto con Mecklenburgo-Pomerania y Schleswig-Holstein.

establecido en 2009). Sin embargo, la división de votos entre la autoridad central y los bancos regionales no es la misma en los tres casos.

En la Reserva Federal, los doce bancos regionales cuentan sólo con el 42% de los votos en el FOMC, mientras que el resto le corresponde a la Junta de Gobernadores. Teniendo en cuenta que de siete miembros que la componen, cinco son designados por el presidente de Estados Unidos, previa aprobación por el Senado, las decisiones del FOMC tienen más en cuenta los intereses generales de la economía estadounidense que los particulares de cada distrito de la Reserva Federal. En el caso del Bundesbank, en cambio, los bancos regionales tenían el 53% de los votos, si bien el directorio podía conseguir fácilmente imponer una visión general buscando la alianza con tan sólo uno de dichos bancos. En cambio, en el Banco Central Europeo el Consejo de Gobierno sólo controla el 26% de los votos. El resto le corresponde a los bancos centrales nacionales, lo cual obliga a buscar consensos amplios en la toma de decisiones.

En relación con el capital de las instituciones, el del Banco Central Europeo está suscrito al cien por cien por los bancos centrales nacionales de los países que pertenecen al euro, lo que evita que esta institución se vea sometida directamente a las presiones de la banca comercial. En cambio, tanto en el caso del Bundesbank como en el de la Reserva Federal el capital de los bancos regionales está (o estaba, en el caso alemán) en manos de los bancos comerciales de los distintos distritos o *länders*, lo que hacía que estas instituciones fueran más sensibles a los problemas del sector crediticio, si bien en el caso del Bundesbank siempre sin renunciar a que su objetivo fundamental era la estabilidad de precios.

2. Objetivo de los bancos centrales

Por lo que se refiere al objetivo u objetivos de estas instituciones, el artículo 127.1 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea establece que

El objetivo principal del Sistema Europeo de Bancos Centrales, denominado en lo sucesivo “SEBC”, será mantener la estabilidad de precios. Sin perjuicio de este objetivo, el SEBC apoyará las políticas económicas generales de la Unión con el fin de contribuir a la realización de los objetivos de la Unión establecidos en el artículo 3 del Tratado de la Unión Europea.

Esos objetivos vienen definidos en el artículo 3.3 del Tratado de la Unión Europea, según el cual

La Unión establecerá un mercado interior. Obrará en pro del desarrollo sostenible de Europa basado en un crecimiento económico equilibrado y en la estabilidad de los precios, en una economía social de mercado altamente competitiva, tendente al pleno empleo y al progreso social, y en un nivel elevado de protección y mejora de la calidad del medio ambiente. Asimismo, promoverá el progreso científico y técnico.

En consecuencia, el SEBC debe apoyar las políticas de crecimiento económico y pleno empleo, pero siempre y cuando con ello no se ponga en peligro la estabilidad de precios, que sigue siendo su objetivo primario.

El objetivo del Bundesbank, en cambio, se limitaba estrictamente a la preservación de la estabilidad de precios. El artículo 3 de la Ley del Deutsche Bundesbank de 1957 estableció como objetivo primario

to regulate the amount of currency and credit in circulation (...) with the aim of safeguarding the currency,

lo que, según Emmanuel Apel, el banco interpretó como mantener un nivel bajo de inflación²¹¹. En 1985, el banco incorporó un objetivo de inflación máxima anual a medio plazo del 2%, medido por el índice de precios de consumo. El BCE, después, haría prácticamente lo mismo al establecer un objetivo de inflación anual a medio plazo, medido por el índice armonizado de precios de consumo, en el entorno del 2% para el conjunto de la Unión Monetaria Europea.

Los objetivos de la Reserva Federal, en cambio son distintos. Según el Preámbulo de la *Federal Reserve Act*, de 1913, ésta se estableció

to provide for the establishment of Federal reserve banks, to furnish an elastic currency, to afford means of rediscounting commercial paper, to establish a more effective supervision of banking in the United States, and for other purposes.

Con posterioridad, la *Federal Reserve Reform Act*, de 1977, especificó por primera vez, en la Sección 2A, que

The Board of Governors of the Federal Reserve System and the Federal Open Market Committee shall maintain long run growth of the monetary and credit aggregates commensurate with the economy's long run potential to increase production, so as to promote effectively the goals of maximum employment, stable prices, and moderate long-term interest rates..

²¹¹ Apel (2003), p. 28

Como se puede apreciar, el objetivo fundamental del BCE, como lo era el del Bundesbank, que sirvió de modelo para su diseño, es la estabilidad de precios. Esta es una visión estrecha de la función de banca central porque se limita, en exclusiva, a los precios y no tiene en cuenta ni otros aspectos macroeconómicos, ni aquellos otros relacionados con la supervisión del sistema bancario y la estabilidad financiera de la Unión Monetaria Europea, dos elementos estrechamente relacionados con la política monetaria. Esta concepción resta capacidad de actuación al BCE en tiempos de crisis más allá de garantizar, a través de inyecciones de liquidez, el buen funcionamiento del mercado interbancario. Además, el reparto de votos en el seno del Consejo de Gobierno dificulta, aunque no impide, la aprobación de actuaciones frente a una crisis que rebasen el umbral de las competencias y objetivos de la entidad, dadas las dificultades para alcanzar un consenso. No obstante, para superar esta dificultad, el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, en su artículo 129.3, faculta al Parlamento Europeo y al Consejo Europeo para modificar, con arreglo al procedimiento legislativo ordinario²¹², el artículo 18 del Estatuto del SEBC que regula las operaciones de mercado abierto y de crédito que puede llevar a cabo, lo que abre la puerta a que la institución pueda articular medidas para actuar en tiempos de crisis si el Parlamento y el Consejo se muestran de acuerdo en ello.

La Reserva Federal, por el contrario, además de preservar la estabilidad de precios también tiene que utilizar la política monetaria para promover la creación de empleo y debe buscar que los tipos de interés, que afectan al crecimiento económico, a la inversión y al consumo, se mantengan bajos a largo plazo, es decir, que, de forma indirecta, debe también promover el crecimiento económico. Además, por sus orígenes, tiene que asumir como objetivo adicional el mantenimiento de la estabilidad del sistema financiero, todo lo cual le permite actuar con celeridad y amplitud en tiempos de crisis. Por último, señala Apel, la Reserva Federal siempre se ha resistido a fijar un objetivo de inflación por temor a que, de esta forma, pudiera desafiar al Congreso si el objetivo de estabilidad de precios pudiera entrar en conflicto, a corto plazo, con el mantenimiento de un máximo nivel de empleo²¹³. Como se verá a continuación, estas cautelas por parte de la Reserva Federal obedecen a que sus niveles de independencia política y operativa son inferiores a los del BCE y el Bundesbank, en tanto en cuanto los poderes de la

²¹² El procedimiento legislativo ordinario requiere la aprobación de un mismo texto por parte de las dos instituciones.

²¹³ Op. cit., p. 51

Reserva Federal proceden, por delegación, del Congreso, el cual puede condicionar las actuaciones de la Reserva.

3. Independencia política y operativa

El BCE tiene garantizada la independencia política por el artículo 130 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea:

En el ejercicio de las facultades y en el desempeño de las funciones y obligaciones que les asignan los Tratados y los Estatutos del SEBC y del BCE, ni el Banco Central Europeo, ni los bancos centrales nacionales, ni ninguno de los miembros de sus órganos rectores podrán solicitar o aceptar instrucciones de las instituciones, órganos u organismos de la Unión, ni de los Gobiernos de los Estados miembros, ni de ningún otro órgano. Las instituciones, órganos u organismos de la Unión, así como los Gobiernos de los Estados miembros, se comprometen a respetar este principio y a no tratar de influir en los miembros de los órganos rectores del Banco Central Europeo y de los bancos centrales nacionales en el ejercicio de sus funciones.

Además, para reforzar esta independencia, el artículo 123.1 establece que

Queda prohibida la autorización de descubiertos o la concesión de cualquier otro tipo de créditos por el Banco Central Europeo y por los bancos centrales de los Estados miembros, denominados en lo sucesivo “bancos centrales nacionales”, en favor de instituciones, órganos y organismos de la Unión, Gobiernos centrales, autoridades regionales o locales u otras autoridades públicas, organismos de Derecho político o empresas públicas de los Estados miembros, así como la adquisición directa a los mismos de instrumentos de deuda por el Banco Central Europeo o los bancos centrales nacionales.

Con estas prevenciones, los redactores del Tratado cerraron cualquier posibilidad de condicionar las decisiones del Banco Central Europeo. Por el artículo 130 se prohíbe explícitamente la presión de los gobiernos sobre el BCE para que éste altere el contenido de la política monetaria que crea necesario desarrollar en cada momento, de acuerdo con su objetivo principal marcado en el propio Tratado. Por el artículo 123.1, se evita la presión sobre la institución para que financie déficit presupuestario

alguno, puesto que la monetización del déficit público va también en contra del objetivo primario del banco porque supone alterar las condiciones monetarias de la zona euro. Sin embargo, el artículo 123.1 no se puede interpretar de forma demasiado rígida ya que, como se vio anteriormente, en situaciones extraordinarias de crisis, el Parlamento Europeo y el Consejo Europeo, actuando de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 129.3, pueden modificar la regulación sobre las operaciones de mercado abierto y de crédito que realiza el BCE para permitirle, por ejemplo, comprar deuda pública en los mercados y aceptar estos títulos, con independencia de su calificación crediticia, como garantía de los préstamos que concede a los bancos de la zona euro. El primer mecanismo es una forma de evitar que las primas de riesgo que soportan los países en dificultades alcancen tales niveles que acaben por llevarlos a una situación de insolvencia o quiebra; el segundo es una manera de proporcionar recursos a los países en dificultades cuando su financiación en los mercados de capitales impondría elevadas primas de riesgo y, en consecuencia, altos tipos de interés que empeoraran su situación.

El Bundesbank gozaba del mismo grado de independencia que el Banco Central Europeo. Según el artículo 12 de la Ley del Deutsche Bank de 1957,

In exercising the powers conferred on it by this Act, the Deutsche Bundesbank is independent of instructions from the Federal Cabinet.

Con la Reserva Federal, en cambio, las cosas son distintas. De acuerdo con la Sección 8 del Artículo I de la Constitución estadounidense, entre los poderes del Congreso se encuentra el de

To coin money, regulate the value thereof, and of foreign coin, and fix the standard of weights and measures;

lo que significa que dispone de la autoridad legal para regular la cantidad y el valor del dinero en circulación, es decir, la oferta monetaria. Cuando se aprobó la *Federal Reserve Act* de 1913, el Congreso delegó esa función en la Reserva Federal. Sin embargo, y de acuerdo con los preceptos constitucionales, mantiene el poder último de dar instrucciones a la Reserva Federal mediante una ley, señala Apel²¹⁴.

Por otra parte, la independencia de la Reserva Federal se ve limitada por un segundo factor. Como el Congreso cuenta con el poder de modificar, por ley, la

²¹⁴ Op. cit., p. 40

regulación de las funciones, objetivos y actividades de la Reserva Federal, ésta es más sensible, a la hora de ejecutar la política monetaria, a las sugerencias y recomendaciones que pudieran emanar del Congreso. En cambio, cuando los dirigentes del BCE comparecen ante el Parlamento Europeo, éstos no tienen por qué mostrar ese mismo grado de sensibilidad hacia la Eurocámara en tanto en cuanto ésta no puede modificar la normativa reguladora del BCE, excepto en aspectos poco importantes como todo lo relativo a la recopilación de información estadística, las cuentas que se pueden abrir en el BCE y los bancos centrales nacionales, las operaciones de mercado abierto y de crédito, las reservas mínimas, los sistemas de compensación de pagos, las operaciones exteriores y otras operaciones, las cuentas del BCE y el SEBC, la asignación de ingresos monetarios a los bancos centrales nacionales, la asignación de los beneficios y pérdidas netos del BCE y las cuestiones de personal, según establece el artículo 129.3 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea. Además, cualquier modificación en este sentido tiene que realizarse por el procedimiento legislativo ordinario, que implica que el Consejo Europeo también tenga que aprobar la nueva norma, todo lo cual impide que el Parlamento pueda modificar por sí mismo, y a su antojo, la regulación fundamental que afecta al SEBC y al BCE. Esto es así porque dicha normativa se aprobó a través de un Tratado, el de Maastricht, y, por tanto, sus elementos fundamentales sólo se pueden modificar mediante otro Tratado, salvo en los supuestos enumerados más arriba. De acuerdo con la normativa comunitaria, los tratados los aprueba el Consejo Europeo -previa convocatoria de una Conferencia Intergubernamental, si así lo exigen las circunstancias-, no el Parlamento Europeo, y los ratifican los estados miembros, bien a través de los parlamentos nacionales, bien mediante un referéndum. Nada de esto sucede con la Reserva Federal, cuya regulación puede ser modificada por el Congreso cuando éste lo considere oportuno y necesario.

Todo lo anterior garantiza la independencia política del BCE, que es uno de los criterios que estableció Allen para el buen funcionamiento de una unión monetaria. En este sentido se puede decir que la autoridad monetaria europea se encuentra al mismo nivel que el Bundesbank y en mejor posición que la Reserva Federal estadounidense en términos de eficiencia en la gestión de la política monetaria. Sin embargo, teniendo en cuenta que los objetivos del BCE cuadran con la visión estrecha de lo que es el ejercicio de banca central, cualquier imperfección de su diseño institucional relativa a la gestión de crisis tiene una solución más difícil que en el caso de la Reserva Federal porque

implica la modificación de un Tratado, que tiene que aprobarse y ratificarse por todos los estados miembros. De esta forma, los redactores del mismo garantizaron que no se produciría ningún cambio en la regulación del BCE contrario a los deseos de los estados miembros, en particular de Alemania, cuya constitución establece como principio fundamental la estabilidad monetaria. En este sentido, la capacidad de respuesta de la autoridad monetaria europea ante situaciones de crisis es mucho menor y con muchos más retardos en la toma de decisiones y la aplicación de medidas que la de la autoridad estadounidense.

En cuanto a la independencia operativa, siguiendo a Apel, ésta depende de si²¹⁵

- el banco central posee el único poder legal para **definir operativamente el significado de su mandato**;
- el banco central tiene el poder legal de **decidir sobre las estrategias de política monetaria**, sobre la fijación de objetivos y sobre el uso de instrumentos de política monetaria, tales como tipos de interés a corto plazo y operaciones de mercado abierto;
- el banco central debe compartir con una autoridad gubernamental sus **poderes de decisión en el área de política de tipos de cambio**, lo cual puede entrar en conflicto con la política monetaria del banco central;
- el banco central tiene la responsabilidad estatutaria de **salvaguardar la estabilidad del sistema financiero**, la cual puede entrar en conflicto con su política monetaria.

En este sentido, al BCE le garantiza la independencia operativa el artículo 127 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, según el cual

Las funciones básicas que se llevarán a cabo a través del SEBC serán:

- *definir y ejecutar la política monetaria de la Unión,*
- *realizar operaciones de divisas coherentes con las disposiciones del artículo 219,*
- *poseer y gestionar las reservas oficiales de divisas de los Estados miembros,*
- *promover el buen funcionamiento de los sistemas de pago.*

²¹⁵ Op. cit., p. 41

La situación del Bundesbank era la misma que la del BCE, de acuerdo con lo establecido en los artículos 6.1, 15 y 16 de la Ley del Deutsche Bank de 1957. Esa independencia operativa está también en consonancia con los criterios establecidos por Allen. En cambio, la independencia operativa de la Reserva Federal puede verse limitada por las decisiones del Congreso, debido a que su independencia política no es tan grande como la del SEBC o la del Bundesbank en su momento, o al hecho de que, como se verá a continuación, tiene atribuidas competencias, de forma específica, en materia de supervisión del sistema crediticio y de estabilidad financiera de las que carecen el BCE y el Bundesbank.

4. Supervisión del sistema bancario

En la Unión Monetaria Europea, las competencias en materia de supervisión bancaria permanecen en manos de las autoridades nacionales. De hecho, el artículo 13.1 de la *Segunda Directiva 89/646/CEE del Consejo, de 15 de diciembre de 1989, para la coordinación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas relativas al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio*²¹⁶, más conocida como Segunda Directiva Bancaria, que entró en vigor en 1993, una vez que ya se había firmado el Tratado de Maastricht, otorga las competencias en materia de supervisión a las autoridades nacionales:

La supervisión prudencial de una entidad de crédito, incluida la de las actividades que ejerza con arreglo a las disposiciones del artículo 18 corresponderá a las autoridades competentes del Estado miembro de origen, sin perjuicio de las disposiciones de la presente Directiva que establezcan la competencia de las autoridades del Estado miembro de acogida.

No obstante, conforme a lo dispuesto en el artículo 127.5 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea,

El SEBC contribuirá a la buena gestión de las políticas que lleven a cabo las autoridades competentes con respecto a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y a la estabilidad del sistema financiero;

²¹⁶ Diario Oficial de las Comunidades Europeas Nº L 386, de 30 de diciembre de 1989

mientras que el artículo 127.6 señala que

El Consejo, mediante reglamentos adoptados con arreglo a un procedimiento legislativo especial²¹⁷, por unanimidad y previa consulta al Parlamento Europeo y al Banco Central Europeo, podrá encomendar al BCE tareas específicas respecto de políticas relacionadas con la supervisión prudencial de las entidades de crédito y otras entidades financieras, con excepción de las empresas de seguros.

Es decir, en un momento determinado, y si el Consejo Europeo, que es el máximo órgano de gobierno de la Unión Europea, lo considera oportuno o necesario, el BCE puede asumir competencias de supervisión, de forma temporal o permanente.

Para cumplir con el mandato del Tratado, el SEBC creó el Comité de Supervisión Bancaria, con el fin de establecer la necesaria coordinación entre el SEBC y las autoridades nacionales, dadas las estrechas relaciones que existen entre la política monetaria y la supervisión bancaria. Paralelamente se crearon el Comité Europeo de Supervisores de Seguros y de Pensiones de Jubilación y del Comité de Responsables Europeos de Reglamentación de Valores, con el fin de coordinar a las autoridades nacionales de supervisión en estos ámbitos. En cierto modo, de esta forma se pretendió cumplir con uno de los requisitos establecidos por Paddoa-Schioppa, esto es, que el conjunto de supervisores nacionales pudiera actuar como un supervisor único cuando fuera necesario, bajo la coordinación del Comité de Supervisión Bancaria.

La Unión Europea también ha trabajado para satisfacer el otro requisito establecido por Paddoa-Schioppa, la convergencia de legislaciones en materia de supervisión, dado que la Unión Monetaria Europea no forma parte de un Estado, sino que es el resultado de la integración económica y monetaria de diecisiete naciones distintas con normativas y regulaciones diferentes en este ámbito. La norma fundamental para ello es la Segunda Directiva Bancaria, citada anteriormente, que, en el artículo 18, introdujo el concepto de autorización bancaria única, que implica que cualquier institución crediticia autorizada a operar en su país de origen puede establecerse u ofrecer servicios en cualquier otro Estado miembro sin necesidad de contar con otra licencia adicional por parte del mismo.

²¹⁷ Se trata de actos de naturaleza legislativa que, como excepción al procedimiento legislativo ordinario, son adoptados únicamente por el Consejo.

Además, la Segunda Directiva Bancaria ha armonizado los siguientes elementos clave para el sector bancario:

- El capital mínimo requerido para obtener la licencia de apertura de una nueva institución (art. 4).
- Los fondos propios del banco, que no deben caer por debajo de la cantidad inicial de capital requerido para obtener la licencia, en el caso de las nuevas instituciones crediticias, o por debajo del nivel más elevado de fondos propios alcanzado antes del 22 de diciembre de 1989 en el caso de las instituciones ya existentes (art. 10).
- El control de la adecuación de los principales accionistas para la actividad bancaria (art. 11).
- La limitación de las participaciones de las entidades de crédito fuera del sector bancario (art. 12).
- La necesidad de una buena organización administrativa y contable y de mecanismos de control interno adecuados (art. 13.2).

La armonización del control de la solvencia de las instituciones crediticias se llevó a cabo a través de otras tres directivas adicionales que se basaron en los trabajos desarrollados por el Comité de Basilea sobre Supervisión Bancaria:

- La *Directiva 89/299 CEE del Consejo, de 17 de abril de 1989, relativa a los fondos propios de las entidades de crédito*²¹⁸, que entró en vigor el 1 de enero de 1993, estableció los criterios mínimos comunes sobre fondos propios de las instituciones crediticias que operan en la UE, como los elementos que se pueden considerar como fondos propios a la hora de calcular los coeficientes de solvencia.
- La *Directiva 89/647/CEE del Consejo, de 18 de diciembre de 1989, sobre el coeficiente de solvencia de las entidades de crédito*²¹⁹, que entró en vigor el 1 de enero de 1991 y estableció los coeficientes de solvencia.
- La *Directiva 92/121/CEE del Consejo, de 21 de diciembre de 1992, sobre supervisión y control de las operaciones de gran riesgo de las entidades de*

²¹⁸ Diario Oficial de las Comunidades Europeas Nº L 124, de 5 de mayo de 1989

²¹⁹ Diario Oficial de la Unión Europea Nº L 386, de 30 de diciembre de 1989

*crédito*²²⁰, que entró en vigor a principios de 1994, por la cual se obligó a las entidades de crédito a informar de todas sus grandes exposiciones, definió lo que significa una gran exposición a un cliente o grupo de clientes y estableció los límites a las mismas.

Estas normas fueron ampliadas y actualizadas posteriormente por las siguientes directivas:

- *Directiva 2001/24/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de abril de 2001, relativa al saneamiento y a la liquidación de las entidades de crédito*²²¹.
- *Directiva 2002/87/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de diciembre de 2002, relativa a la supervisión adicional de las entidades de crédito, empresas de seguros y empresas de inversión de un conglomerado financiero, y por la que se modifican las Directivas 73/239/CEE, 79/267/CEE, 92/49/CEE, 92/96/CEE, 93/6/CEE y 93/22/CEE del Consejo y las Directivas 98/78/CE y 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo*²²².
- *Directiva 2006/48/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio*²²³.
- *Directiva 2006/49/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito*²²⁴.

Con todas estas directivas, que suponen la adopción de los Acuerdos de Basilea I y II sobre legislación y regulación bancaria, la Unión Europea procedió a la armonización de la legislación básica en materia de supervisión financiera, tal y como requieren los criterios para el buen funcionamiento de una unión monetaria.

En cuanto al Bundesbank, éste tenía competencias en materia de supervisión compartidas con la Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen, la cual era responsable de emitir las circulares relativas a la supervisión y de la aplicación de las mismas, mientras que el Bundesbank colaboraba mediante la evaluación de los estados financieros

²²⁰ Diario Oficial de la Unión Europea Nº L 29, de 5 de febrero de 1993

²²¹ Diario Oficial de las Comunidades Europeas Nº L 125, de 5 de mayo de 2001

²²² Diario Oficial de la Unión Europea Nº L 35, de 11 de febrero de 2003

²²³ Diario Oficial de la Unión Europea Nº L 177, de 30 de junio de 2006

²²⁴ Diario Oficial de la Unión Europea Nº L 177, de 30 de junio de 2006

anuales de las entidades crediticias para comprobar su adecuación con los coeficientes de capital, liquidez y solvencia establecidos por el Banco de Pagos Internacionales o por las directivas comunitarias. A partir de 2002, la Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen se integró en la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BAFin), que fusionó en uno a todos los organismos supervisores alemanes, mientras que el Bundesbank siguió colaborando de la misma forma que antes.

A su vez, la Reserva Federal siempre tuvo poderes de supervisión, ya que está fue la razón inicial de su creación, aunque compartidos con otros organismos en función del tipo de entidad de que se trate. Así, los holdings bancarios entran en el ámbito de la Reserva Federal mientras que los bancos nacionales son supervisados por la Office of the Comptroller of the Currency (OCC), que depende del Departamento del Tesoro. Los bancos estatales que son miembros de la Reserva Federal son supervisados por ella y por los respectivos gobiernos estatales. Estos últimos también supervisan, conjuntamente con la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), a los bancos que no son miembros de la Reserva Federal. Los Saving Banks, una figura parecida a las cajas de ahorros españolas, entran en el ámbito de la supervisión de la Reserva Federal, la FDIC y la Office of Thrift Supervision. Las Edge Act Corporations²²⁵ y las Agreement Corporations²²⁶ son supervisadas por la Reserva Federal. Por último, en cuanto a la banca extranjera que opera en Estados Unidos, la Reserva Federal supervisa a las entidades que tienen una oficina de representación, a las que tienen licencia estatal lo hace conjuntamente con la FDIC y a las que tienen licencia federal lo hace conjuntamente con la OCC y la FDIC. Sin embargo, los bancos de inversión, o los fondos de inversión de alto riesgo, que han tenido un protagonismo fundamental en la génesis y desarrollo de la crisis financiera internacional, caían fuera del ámbito regulatorio y supervisor de la Reserva Federal, con lo que ésta no podía inspeccionar sus actividades ni, en caso de problemas con éstas entidades, tampoco podía acudir en su rescate, al menos en teoría, puesto que, en la práctica, antes de la crisis financiera internacional había participado en operaciones de salvamento de los mismos, conjuntamente con el Tesoro estadounidense, como en 1994, a raíz de la crisis del peso

²²⁵ Entidades que reciben depósitos de empresas involucradas en negocios internacionales y a las que realizan préstamos.

²²⁶ Entidades de inversión que toman posiciones en el capital de organizaciones industriales y comerciales extranjeras.

mexicano, y, especialmente, durante la crisis asiática de 1997 y, en 1998, con ocasión de la quiebra del Long Term Capital Management.

5. Gestión de crisis bancarias

La normativa comunitaria no permite de forma explícita al BCE que facilite liquidez para apoyar a bancos individuales en crisis. Por el contrario, son los bancos centrales nacionales los encargados de proveer dichas ayudas a aquellas entidades que operen dentro de su jurisdicción. Sin embargo, el Banco Central Europeo evaluará esas operaciones en el contexto de la política monetaria, con la vista puesta en el mantenimiento de la estabilidad de precios. En este sentido, un país que afronte una crisis del conjunto de su sistema financiero puede verse obligado a tener que proveer de liquidez a las entidades afectadas a través de su presupuesto o de emisiones de deuda pública si el banco central nacional ve limitada su capacidad para inyectar recursos en los bancos en crisis, a causa de las restricciones derivadas del objetivo principal del Banco Central Europeo, que es el mantenimiento de la estabilidad de precios. Además, esas ayudas no pueden ser a fondo perdido, sino que deben ser reembolsadas por los bancos que las perciban con el fin de que no constituyan ayudas públicas que distorsionen la competencia. En estas circunstancias, una crisis financiera puede desencadenar una crisis presupuestaria y de deuda soberana, como ha sucedido con Irlanda y España.

En la zona euro tampoco existe una institución que tenga asignado, de forma explícita, el papel de prestamista de último recurso: ni la normativa bancaria europea trata esta cuestión de forma explícita, ni el Tratado de Maastricht asigna al SEBC dicha competencia. Tan sólo el artículo 18 de los estatutos del SEBC hace una referencia indirecta al asunto al señalar que

18.1 Con el fin de alcanzar los objetivos del SEBC y de llevar a cabo sus funciones, el BCE y los bancos centrales nacionales podrán:

- *operar en los mercados financieros comprando y vendiendo directamente (al contado y a plazo), o con arreglo a pactos de recompra, prestando o tomando prestados valores y otros instrumentos negociables, ya sea en*

moneda comunitaria o en divisa extracomunitaria, así como en metales preciosos;

- *realizar operaciones de crédito con entidades de crédito y demás participantes en el mercado, basando los préstamos en garantías adecuadas.*

18.2 El BCE establecerá los principios generales para las operaciones de mercado abierto y para las operaciones de crédito que efectúe por sí mismo o que efectúen los bancos centrales nacionales, incluido el anuncio de las condiciones por las que éstos se declaren dispuestos a efectuar dichas transacciones.

Este artículo abre las puertas a que, efectivamente, el SEBC pueda actuar como prestamista de último recurso, junto con los bancos centrales nacionales. La cuestión es qué se entiende por “garantías adecuadas”, ya que el grado de amplitud o restricción de esa definición determina la capacidad del SEBC para desempeñar ese papel. Ni el Tratado ni los Estatutos del SEBC dicen nada al respecto. No obstante, como se vio anteriormente, el artículo 129.3 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea permite al Parlamento Europeo y al Consejo Europeo, a través de un proceso de codecisión²²⁷, autorizar al BCE a facilitar dicha liquidez, a través de las operaciones de crédito y de mercado abierto e, incluso, aceptar como garantía de los préstamos a los bancos títulos que antes no estuvieran calificados como elegibles. El problema, en el caso de la crisis de la Unión Monetaria Europea, es que ese proceso ha requerido, en primer lugar, de un acuerdo político entre los estados miembros de la zona euro para proveer de ayudas a los países en dificultades, un acuerdo que se demoró en el tiempo, agravando la crisis. Si, en cambio, el BCE hubiera tenido la capacidad de decidir por sí mismo respecto a dichas operaciones, probablemente hubiera podido haber actuado de forma inmediata nada más detectar esas necesidades, lo que hubiera facilitado la gestión de la crisis.

Para Apel, estos principios son similares a los que existían en Alemania, donde el Bundesbank no tenía ni la responsabilidad de estabilizar el sistema bancario ni el poder de actuar como prestamista de último recurso. A su juicio,

²²⁷ El proceso de codecisión implica que ambas instituciones tienen que aprobar esa normativa.

*this reflect the German view with respect to 'moral hazard', whereby the very existence of a safety net may encourage imprudent behaviour on the part of credit institutions and their clients*²²⁸.

Sin embargo, como se verá un poco más adelante, en Alemania existía y existe una institución para gestionar las crisis del sistema financiero sin que tenga que intervenir el Bundesbank. Una institución similar, en cambio, no se ha creado en la Unión Monetaria Europea.

A su vez, Prati y Schinasi²²⁹ señalan que el Bundesbank tiene la imagen de ser un banco central que se involucra lo menos posible en la resolución de crisis financieras y que jamás ha empleado sus fondos para apoyar a instituciones financieras con problemas. Además, los criterios que establece la ley del Deutsche Bundesbank respecto a las condiciones de elegibilidad y al rango de activos elegibles como garantía de los préstamos y operaciones de mercado abierto del Bundesbank son muy restrictivos. De hecho, el artículo 19 señala que

The Deutsche Bundesbank is entitled to conduct the following transactions with credit institutions in the area in which this Act is law:

- 1. buy and sell bills of exchange and cheques backed by three parties known to be solvent; the need for the third signature may be dispensed with if the security of the bill or cheque is ensured in some other way; the bills must fall due within three months of the date of purchase; they should be fine trade bills;*
- 2. buy and sell Treasury bills issued by the Federal Government, one of the Federal special funds specified in section 20 (1) 1 below or a Land Government, and falling due within three months of the date of purchase;*
- 3. grant loans at interest (lombard loans) for a period not exceeding three months against the collateral of*
 - (a) bills of exchange satisfying the requirements of number 1 above,*
 - (b) Treasury bills satisfying the requirements of number 2 above,*

²²⁸ Op. cit., p. 183

²²⁹ Prati y Schinasi (1999), p. 31

- (c) debt securities and Debt Register claims in the form of Treasury discount paper issued by the Federal Government, a Federal special fund or a Land Government,*
- (d) other debt securities and Debt Register claims issued or payable by the Federal Government, a Federal special fund or a Land Government,*
- (e) other debt securities and Debt Register claims specified by the Bank,*
- (f) equalisation claims as defined in section 1 of the Act on the Redemption of Equalisation Claims (Gesetz über die Tilgung von Ausgleichsforderungen) and entered in the Debt Register.*

Por su parte, el artículo 21 especifica que

In order to regulate the money market, the Deutsche Bundesbank is entitled to buy and sell in the open market at market prices

- 1. bills of exchange satisfying the requirements of section 19 (1) 1 above;*
- 2. Treasury bills issued by the Federal Government, a Federal special fund or a Land Government;*
- 3. debt securities and Debt Register claims payable by the Federal Government, one of its special funds or a Land Government;*
- 4. other debt securities specified by the Bank.*

En este contexto, el sistema institucional alemán para afrontar crisis financieras se estructura sobre tres pilares: una institución independiente de supervisión, la BAFin; un sistema de garantía de depósitos y un sistema de soluciones de mercado combinado con inyecciones de liquidez por parte del Liquiditäts-Konsortialbank, que se creó en 1974 a raíz de la crisis del Hestatt-Bank, que puso en peligro al conjunto del sistema crediticio germano. El Liquiditäts-Konsortialbank es un banco que protege indirectamente al depositante, en cuyo capital participan el Bundesbank y entidades de todos los sectores del sistema bancario, que facilita liquidez a entidades crediticias con problemas ocasionales. Los recursos son aportados por los demás bancos alemanes. Si éstos no bastan, el Bundesbank puede facilitar líneas de liquidez al Liquiditäts-Konsortialbank, siempre y cuando éste avale a la entidad con problemas. El 30% del capital de esta institución está en manos del Bundesbank y el resto pertenece a las

entidades de crédito. Según Prati y Shinasi²³⁰, este marco institucional para afrontar crisis bancarias parece estar concebido para asegurar que el Bundesbank se centre únicamente en la estabilidad de precios y evite verse involucrado en operaciones de rescate de entidades de crédito.

En cuanto a la Reserva Federal, el preámbulo de la Federal Reserve Act de 1913 establece su papel como prestamista de último recurso al señalar que sus funciones son

to provide for the establishment of Federal reserve banks, to furnish an elastic currency, to afford means of rediscounting commercial paper, to establish a more effective supervision of banking in the United States, and for other purposes.

Sin embargo, esta norma no contiene instrucciones específicas acerca de cómo debe desempeñar ese papel la Reserva Federal. Ésta lo hace a través de su ‘ventanilla’ para operaciones de descuento y es muy flexible en cuanto a los activos que admite como garantía para los préstamos.

6. El BCE y el SEBC frente a la crisis

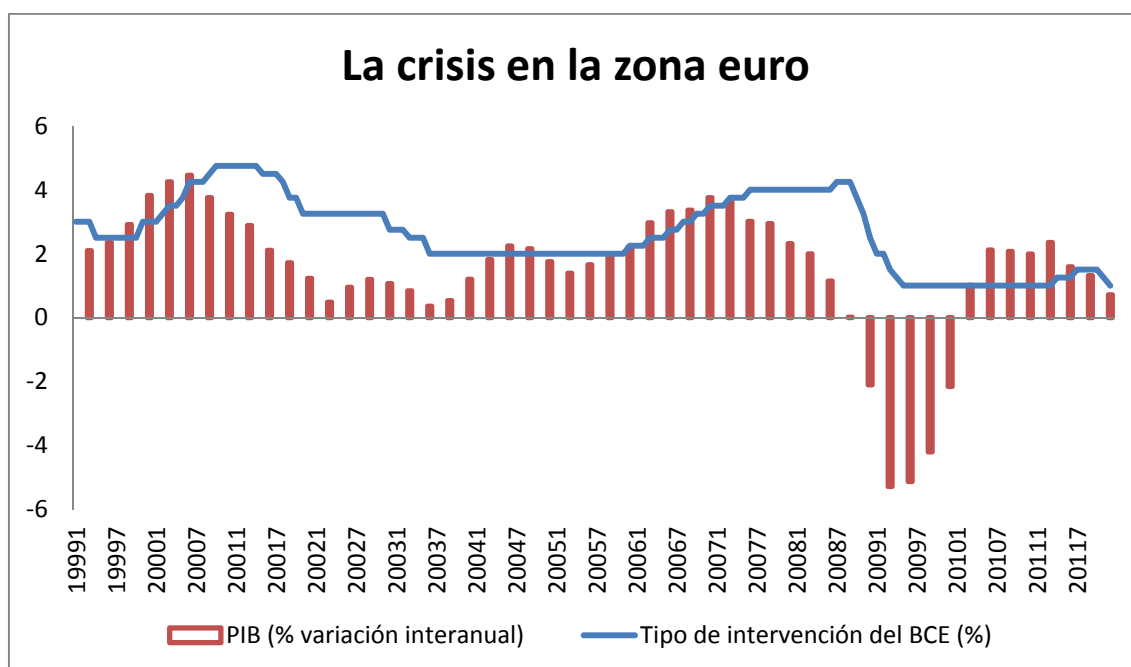
6.1 Política monetaria

Los tiempos de crisis ponen a prueba la calidad del diseño de las instituciones que deberían gestionarla. En este sentido, la crisis de la zona euro puede interpretarse como el bautismo de fuego de las instituciones de la Unión Monetaria Europea, si bien nunca se previó que pudiera darse una situación como ésta. Empecemos por la política monetaria.

El mandato que recibe el BCE del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea es preservar la estabilidad de precios y, como objetivo secundario, contribuir a la buena marcha de la economía de la zona euro. La independencia que el Tratado garantiza a la entidad le permite tomar sus decisiones sin tener que actuar condicionado por las presiones de los gobiernos para que utilice la política monetaria con el fin de estimular el crecimiento económico mediante bajadas de tipos de interés, considerando como cuestión secundaria la estabilidad de precios. Por otra parte, el BCE carece de competencias en materia de supervisión del sistema crediticio y, por tanto, no está

²³⁰ Prati y Schinasi (1999), p. 32

obligado a garantizar la estabilidad financiera. Teniendo en cuenta todas estas consideraciones, la reacción del Banco Central Europeo a la crisis, en términos de política monetaria, se ajustó de forma tardía a la realidad de la misma, en un contexto como el del año 2008 en el cual la inflación del conjunto de la zona euro rompió su tendencia de estabilidad en el entorno del 2,1% y subió hasta el 3,3%. Posteriormente, el BCE supo interpretar mejor la realidad de la crisis y que, además, ésta reduciría las presiones inflacionistas –en 2009 los precios de consumo solo se incrementaron el 0,3%–, con lo que adaptó mejor los tipos de interés a la situación, tal y como muestran los dos gráficos siguientes, el del comportamiento del BCE y el de la Reserva Federal en relación con la evolución del crecimiento económico:



Fuente: Banco Central Europeo y Eurostat



En los gráficos se puede apreciar que, en general, la política monetaria del BCE se ha adaptado a la situación de crisis, lo mismo que la de la Reserva Federal. Sin embargo, también se observa que la reacción del BCE a la crisis fue más tardía que la de la Reserva Federal, que fue mucho más ajustada. La institución europea, incluso, llegó a subir ligeramente los tipos de interés en la segunda mitad de 2008, como consecuencia del repunte inflacionista antes comentado, para tener que bajarlos a continuación de forma drástica ante la constatación de que la economía de la zona euro estaba entrando en una recesión profunda.

En resumen, se puede decir que el Banco Central Europeo se adaptó peor que la Reserva Federal a la situación de crisis porque, en los comienzos de la misma, primaron más en sus decisiones las consideraciones inflacionistas que las de la realidad del crecimiento económico, con lo que cometió dos errores: subir los tipos de interés a mediados de 2008 y reaccionar tarde al hundimiento de la actividad productiva. El primer error vino motivado porque el BCE se fijó en las fuertes subidas que estaban registrando los precios del petróleo y los alimentos y temió que las mismas desencadenaran un proceso inflacionista en la zona euro, sin percatarse de que dichas subidas se debían a factores especulativos relacionados con los excesos de liquidez mundial que se produjeron los años anteriores y que se acabaron a medida que la crisis financiera internacional se fue desarrollando. El segundo se debió a que el BCE no supo

ver que el impacto de la crisis financiera internacional ya se estaba trasladando a la economía real cuando decidió subir los tipos de interés. En cambio, la institución estadounidense, que no se rige por una visión tan estrecha de lo que es la banca central, fue más flexible y adaptó mejor la política monetaria a la realidad de la crisis, si bien sus primeras actuaciones, a mediados de 2007, fueron algo tímidas. No obstante, conviene recordar también que una de las causas fundamentales de la crisis financiera internacional fue la política de bajos tipos de interés de la propia Reserva Federal, si bien el BCE tampoco está exento de culpa en este sentido, ya que ninguna de las dos instituciones tuvo en cuenta que su política monetaria laxa estaba afectando a los precios de determinados activos y, más en particular, estaba dando lugar a burbujas inmobiliarias.

6.2 Supervisión y estabilidad financiera

El informe Larosière

En octubre de 2008, en el momento más álgido de la crisis financiera internacional, el presidente de la Comisión Europea, José Manuel Durao Barroso, encargó a un grupo de alto nivel, presidido por el ex director gerente del Fondo Monetario Internacional y ex gobernador del Banco de Francia Jacques de Larosière, que propusiera un conjunto de medidas para mejorar la supervisión financiera en la Unión Europea. Para ello, los autores del *Informe Larosière* primero analizaron la evolución de la crisis con el fin de detectar los fallos del sistema de supervisión.

Según el informe, los bajos tipos de interés de la Reserva Federal y el Banco Central Europeo habían dado lugar a un exceso de liquidez. Después, la innovación financiera amplificó y aceleró las consecuencias de ese exceso de liquidez y de la rápida expansión del crédito²³¹. Este hecho se tradujo en un rápido crecimiento del precio de los activos, más que del de los bienes y servicios. En Estados Unidos dio lugar a una burbuja inmobiliaria, mientras que en el Viejo Continente

²³¹ Comisión Europea (2009), p. 7

*Whilst a number of EU Member States witnessed unsustainable increases in house prices, in some Member States they grew more moderately and, in general, mortgage lending was more responsible*²³².

En concreto, los países de la Unión Europea que experimentaron mayores incrementos de los precios de la vivienda fueron Irlanda y España. La crisis de ambos países está muy relacionada con ello, como se verá más adelante.

Los redactores del informe resumen los fallos en materia de supervisión de la siguiente manera:

*One of the mistakes made was that insufficient attention was given to the liquidity of markets. In addition, too much attention was paid to each individual firm and too little to the impact of general developments on sectors or markets as a whole. These problems occurred in very many markets and countries, and aggregated together contributed substantially to the developing problems. Once problems escalated into specific crises, there were real problems of information exchange and collective decision making involving central banks, supervisors and finance ministries*²³³.

(...)

*Insufficient supervisory and regulatory resources combined with an inadequate mix of skills as well as different national systems of supervision made the situation worse*²³⁴.

(...)

Once credit rating agencies started to revise their credit ratings for CDOs downwards, banks were required to adjust their risk-weighted capital requirements upwards. Once again, already highly leveraged, and faced with increasing difficulties in raising equity, a range of financial institutions hastened to dispose of assets, putting further pressure on asset prices. When, despite the fear of possible negative signaling effects, banks tried to raise fresh capital, more or less at the same time, they were faced by weakening equity markets. This

²³² Op. cit., p. 7

²³³ Op. cit., p. 10

²³⁴ Op. cit., pp. 10-11

obliged them to look for funding from sovereign wealth funds and, in due course, from heavy state intervention. What was initially a liquidity problem rapidly, for a number of institutions, turned into a solvency problem.

(...)

The regulatory response to this worsening situation was weakened by an inadequate crisis management infrastructure in the EU, both in terms of the cooperation between national supervisors and between public authorities. The ECB was among the first to react swiftly by provide liquidity to the inter-bank market. In the absence of a common framework for crisis management, Member States were faced with a very difficult situation. Especially for the larger financial institutions they had to react quickly and pragmatically to avoid a banking failure. These actions, given the speed of events, for obvious reasons were not fully coordinated and led sometimes to negative spill-over effects on other Member States²³⁵.

En resumen, el diagnóstico que realiza el *Informe Larosière* es que el SEBC no prestó la atención necesaria a los excesos de liquidez y crédito, que se puso demasiado énfasis en la supervisión microprudencial y muy poco en la macroprudencial²³⁶, que hubo problemas de información y de coordinación entre las autoridades nacionales a causa, en parte, de las diferentes estructuras institucionales de los supervisores nacionales; que los bancos, en última instancia, tuvieron que acudir a sus respectivos gobiernos en busca de ayuda y que la Unión Europea no cuenta con una infraestructura institucional adecuada para gestionar crisis como ésta. Analicemos por separado cada uno de estos errores para extraer los defectos institucionales asociados a ellos o que dieron lugar a los mismos.

²³⁵ Op. cit., p. 12

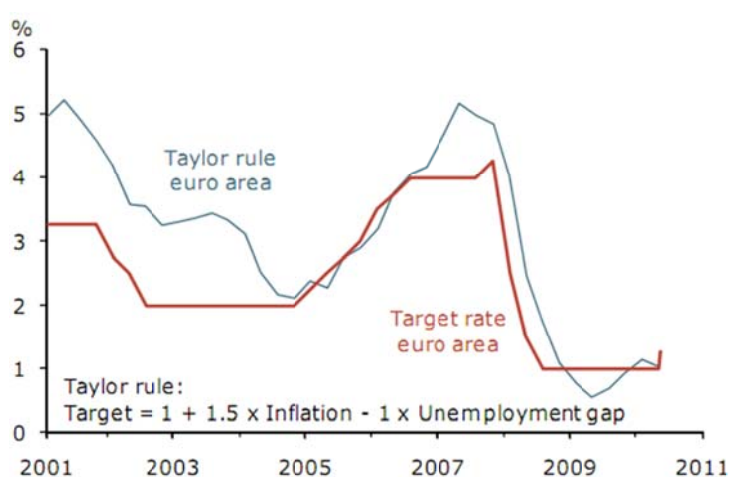
²³⁶ La supervisión microprudencial se centra en la seguridad, liquidez y solvencia de las entidades crediticias individuales mientras que la supervisión macroprudencial trata de la respuesta de los supervisores en caso de que los problemas en una entidad crediticia particular afecten al sistema crediticio en su conjunto.

Excesos de liquidez y burbujas inmobiliarias

Una forma de medir hasta qué punto la política monetaria del BCE fue laxa durante el periodo de formación de la política monetaria consiste en aplicar la regla de Taylor y, a partir de ella, ver cual hubiera debido de ser el nivel de los tipos de interés. Dicha regla establece cuál debería ser el tipo de interés de un banco central, teniendo en cuenta tanto su objetivo de inflación como la diferencia entre el crecimiento real y el potencial de una economía. La fórmula es la siguiente:

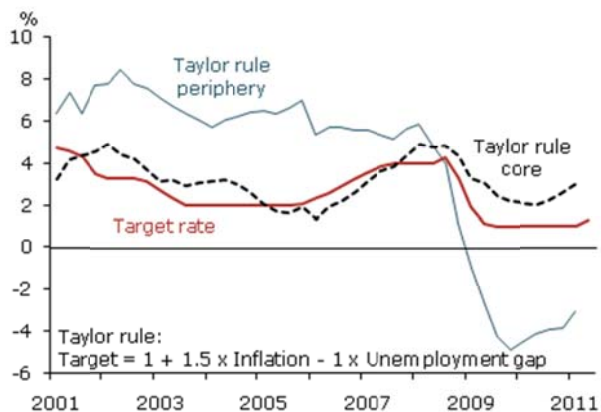
$$i_t = \pi_t + r_t^* + a_\pi (\pi_t - \pi_t^*) + a_y (y_t - y_t^*)$$

en donde i_t es el tipo de interés objetivo, π_t es la tasa de inflación medida por el deflactor del PIB, π_t^* es el objetivo de inflación de un banco central, r_t^* es el tipo de interés real de equilibrio, y_t es el logaritmo del PIB e y_t^* es el logaritmo del PIB potencial. A su vez, a_π y a_y son las ponderaciones que el banco central dé a evolución de la inflación y del PIB en la determinación de la política monetaria. De acuerdo con esta regla, el banco central debería subir los tipos de interés si la inflación está por encima de su objetivo o si el crecimiento económico está por encima de su potencial. El siguiente gráfico muestra los resultados de la aplicación de la regla de Taylor, revelando que la política monetaria del BCE ha sido demasiado laxa, lo que explica el fuerte crecimiento de la liquidez –el agregado M3 creció a una tasa media del 7,54% entre 1999 y 2007 en la zona euro– y, por tanto, el rápido incremento del crédito:



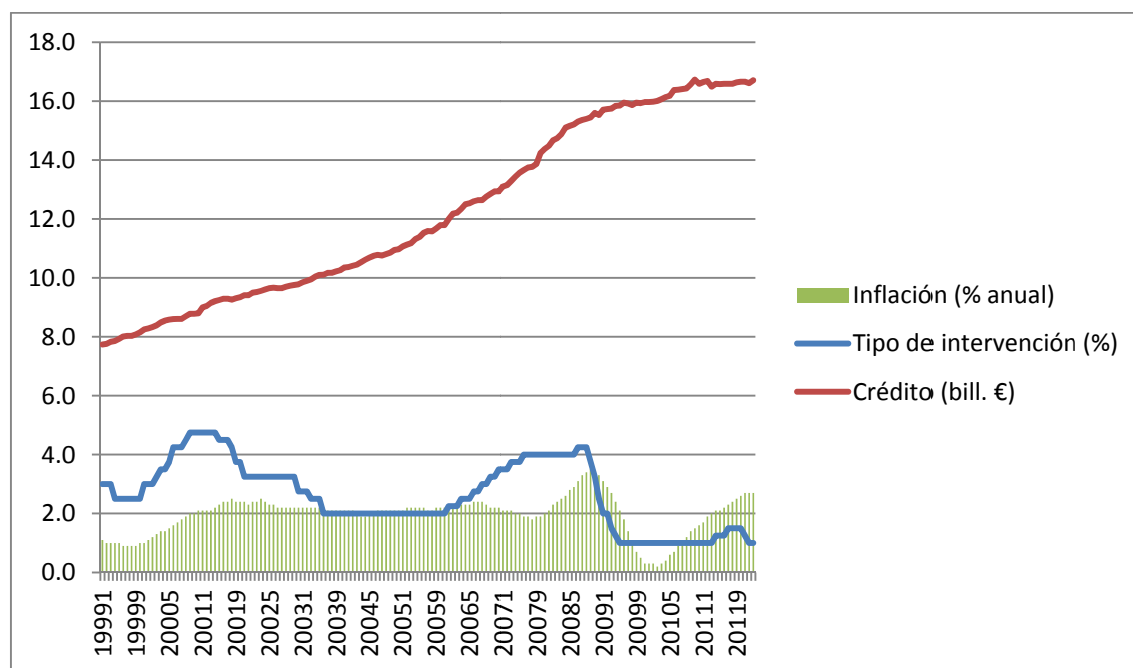
Incluso, si se distingue entre el núcleo duro de la zona euro (Alemania, Austria, Finlandia, Francia y el Benelux) y los países periféricos de la misma, la aplicación de la

regla de Taylor muestra que la política monetaria para ambos grupos de economías ha sido demasiado laxa, si bien menos en relación con el núcleo duro que con la periferia, tal y como muestra a continuación el gráfico.



Como se aprecia, la laxitud de la política monetaria del BCE ha sido más importante en relación con la periferia de la zona euro que con los países centrales de la misma.

El siguiente gráfico ilustra perfectamente el problema del exceso de liquidez, en forma de rápido crecimiento del crédito en la zona euro:



Fuente: Banco Central Europeo

Tal y como se aprecia en el gráfico, la evolución del tipo de intervención del Banco Central Europeo ha venido determinada por la marcha de la inflación, sin que el crecimiento del crédito influyera lo más mínimo en las decisiones de política monetaria.

Este hecho deriva de dos elementos. Por un lado, y en relación con los objetivos de un banco central, uno de los grandes debates de la actualidad es si los bancos centrales deben prestar atención o no a los precios de los activos, que vienen determinados por las condiciones de liquidez y, por tanto, de crédito. Hasta ahora, el concepto de inflación se ha limitado a la variación de los precios de consumo. Sin embargo, la creciente competencia en los sectores expuestos a la concurrencia internacional y los ahorros de costes relacionados con la aplicación de las nuevas tecnologías a los procesos productivos está impidiendo que los excesos de liquidez se transformen en presiones inflacionistas. Por el contrario, a lo que están afectando es al precio de los activos, dando lugar a la formación de burbujas, como la de las puntocom de finales del siglo XX, la del petróleo y los alimentos de 2007-2008 o las burbujas inmobiliarias que experimentaron en la pasada década países como Estados Unidos, Irlanda y España. El punto en discusión, según Gonzalo Gil,

*está relacionado con un replanteamiento de los objetivos de un Banco Central y la reconsideración de si su actuación en la aparición de burbujas es correcta o no, o por decirlo de otra manera, ¿tiene el Banco Central herramientas suficientes para poder atacar este objetivo? y ¿debe atacarlo?*²³⁷

Desde esta perspectiva, si un banco central, por ejemplo, la Reserva Federal, tiene como objetivo el velar por la estabilidad financiera, en principio tendría que actuar para impedir la formación de burbujas, frenando la expansión del crédito, cosa que, por cierto, la Reserva Federal no hizo ni en relación con la burbuja de las puntocom –su por entonces presidente, Alan Greenspan, se limitó a denunciar la “exuberancia irracional” de los mercados- ni con la inmobiliaria. En cambio, si la concepción del objetivo de un banco central es tan estrecha como la del Banco Central Europeo, entonces no hay margen para este tipo de actuaciones. Ese es uno de los problemas institucionales de la Unión Monetaria Europea.

Por otro lado, está el problema de la responsabilidad de los bancos centrales ante las instituciones democráticas de gobierno de un país. La Reserva Federal, como se vio anteriormente, tiene que dar cuenta de sus actuaciones ante el Congreso, el cual puede modificar los poderes de esta institución y condicionar sus actuaciones. Por ello, dada la responsabilidad democrática de la Reserva Federal ante el Congreso, éste, al menos en

²³⁷ Op. cit., p. 56

teoría, en algún momento podría considerar que la Reserva Federal debe actuar en caso de crecimientos excesivos, o excesivamente rápidos, de los precios de los activos, dado que el mandato original que recibió la institución fue preservar la estabilidad financiera. En cambio, el Banco Central Europeo, como vimos, no tiene este mismo nivel de responsabilidad en tanto en cuanto el Parlamento Europeo no puede modificar la normativa que lo regula en lo referente a los objetivos de la entidad. En consecuencia, el BCE puede seguir insistiendo en que su objetivo fundamental es la estabilidad de precios y desatenderse de los problemas relacionados con la evolución del crédito, la liquidez o el precio de los activos, al menos mientras no se modifique el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea para otorgar al banco competencias en materia de estabilidad financiera. Todo depende de la interpretación que haga la propia institución de cuál es su objetivo real.

Aun así, y dado que el problema de las burbujas inmobiliarias no fue general en toda la Unión Monetaria Europea, sino particular de países como Irlanda y España, el sistema institucional de la zona euro podría haber actuado en su momento y evitar, si no su formación, al menos su desarrollo y posterior explosión descontrolada, puesto que cuenta con la capacidad y los recursos necesarios para hacerlo. El punto de partida es tanto la estructura federal del Sistema Europeo de Bancos Centrales como el mantenimiento a nivel nacional de las competencias en materia de supervisión del sistema financiero. En teoría, un banco central diseñado de acuerdo con este modelo tiene la ventaja de que cada uno de los componentes del sistema federal conoce lo que sucede en su territorio y puede tener cierta capacidad para actuar si se producen circunstancias de naturaleza idiosincrática circunscritas a su ámbito territorial, por ejemplo, incrementando los coeficientes de caja y de solvencia para frenar la expansión del crédito.

Este es el caso de las burbujas inmobiliarias que han tenido lugar en Irlanda y España y que explican, en parte, la crisis de ambos países. Su déficit presupuestario creció fuertemente: en España ascendió hasta el 11,1% del PIB en 2009 y en Irlanda llegó al 32,4% en 2010, si bien en el caso de este último país hay que señalar que a los problemas derivados del estallido de la burbuja se unía el bajo nivel de impuestos. Este fuerte deterioro de las finanzas públicas se debió, en primer lugar, a la pérdida de los ingresos presupuestarios extraordinarios que aportaba la burbuja inmobiliaria y a los crecientes pagos en prestaciones por desempleo derivados de la crisis. En el caso

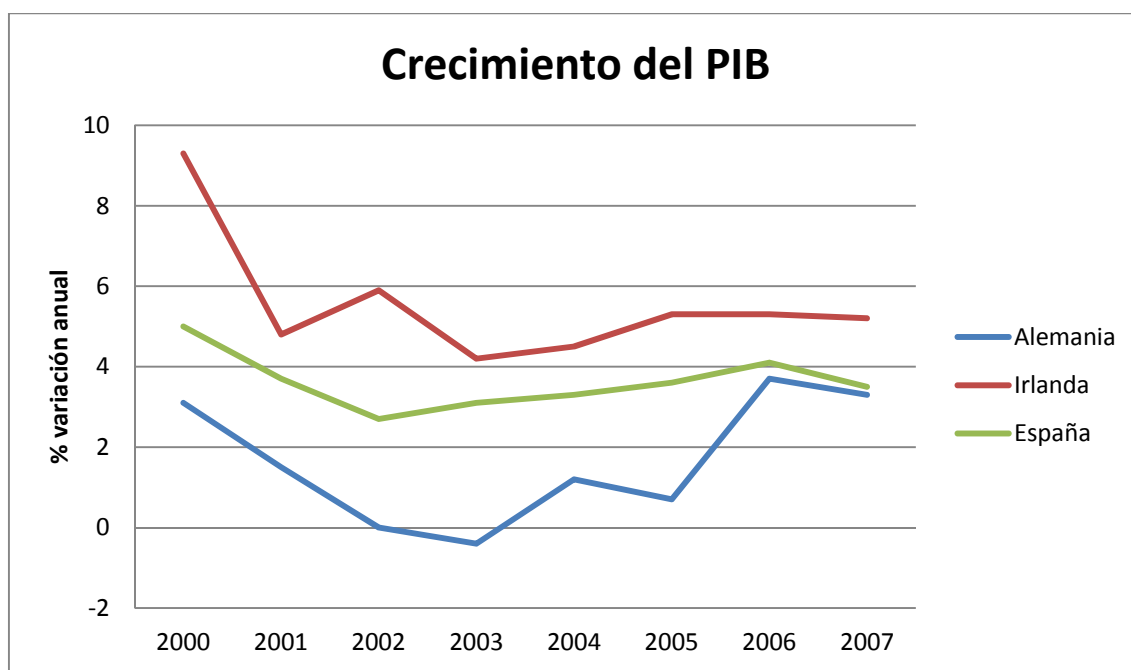
español, dichos ingresos provenían del IVA, del Impuesto de Sociedades pagado por los promotores inmobiliarios, del IRPF de los trabajadores del sector, cuyo número se triplicó durante la burbuja y cuyos sueldos se duplicaron y hasta triplicaron; de las cotizaciones a la Seguridad Social tanto de dichos trabajadores como de las empresas que los emplearon y del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados, que grava la compraventa de viviendas. En segundo término, el hundimiento del sector de la construcción arrastró consigo a otros sectores productivos que, en mayor o menor medida, dependen de él, provocando, de esta forma, nuevas pérdidas de ingresos tributarios y mayores pagos por desempleo. En tercer lugar, el colapso de la construcción y el aumento de la morosidad derivado de la crisis en su conjunto, provocó el colapso de muchas entidades crediticias, que vieron disminuida su capacidad de conceder préstamos a causa de las pérdidas, en unos casos, y de la necesidad de recapitalización, en la casi totalidad de ellas. Esta sequía crediticia, unida al *efecto crowding-out*²³⁸ a que dio lugar la financiación del elevado déficit público dejó sin financiación a las empresas privadas, muchas de las cuales quebraron por ello, reduciéndose nuevamente la recaudación tributaria e incrementándose los pagos por desempleo. Por último, el rescate del sector financiero en Irlanda se hizo con cargo al presupuesto, aumentando también el déficit, mientras que en España se llevó a cabo a través del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB), al que el Gobierno tuvo que aportar un capital inicial de 6.750 millones de euros y el resto, hasta 9.000 millones de euros, procedió del Fondo de Garantía de Depósitos. Las necesidades de recursos del FROB se financian mediante la emisión de deuda pública, que intensifica el *efecto crowding-out*. Desde su creación, el FROB ha realizado cuatro emisiones de deuda pública para captar en los mercados un total de 9.150 millones de euros.

En consecuencia, parte de los problemas presupuestarios de Irlanda y España, que constituyen uno de los factores desencadenantes de la crisis de la Unión Monetaria Europea, tienen su origen en el error que cometió el Banco Central Europeo, al desatenderse por completo de la evolución del crédito en la zona euro y concentrarse, en exclusiva, en la estabilidad de precios, muy influida, a su vez, por la política deflacionista de Alemania, ya que este país supone el 28% del PIB de la zona euro, lo que supuso mantener bajos los tipos de interés e impulsar el crecimiento de la liquidez y

²³⁸ El 'efecto crowding-out', o 'efecto expulsión' se produce cuando las necesidades de financiación del sector público absorben los recursos disponibles de una economía y dejan sin financiación al sector privado. Este hecho se debe a que, en teoría, la deuda pública es el activo más seguro de una economía.

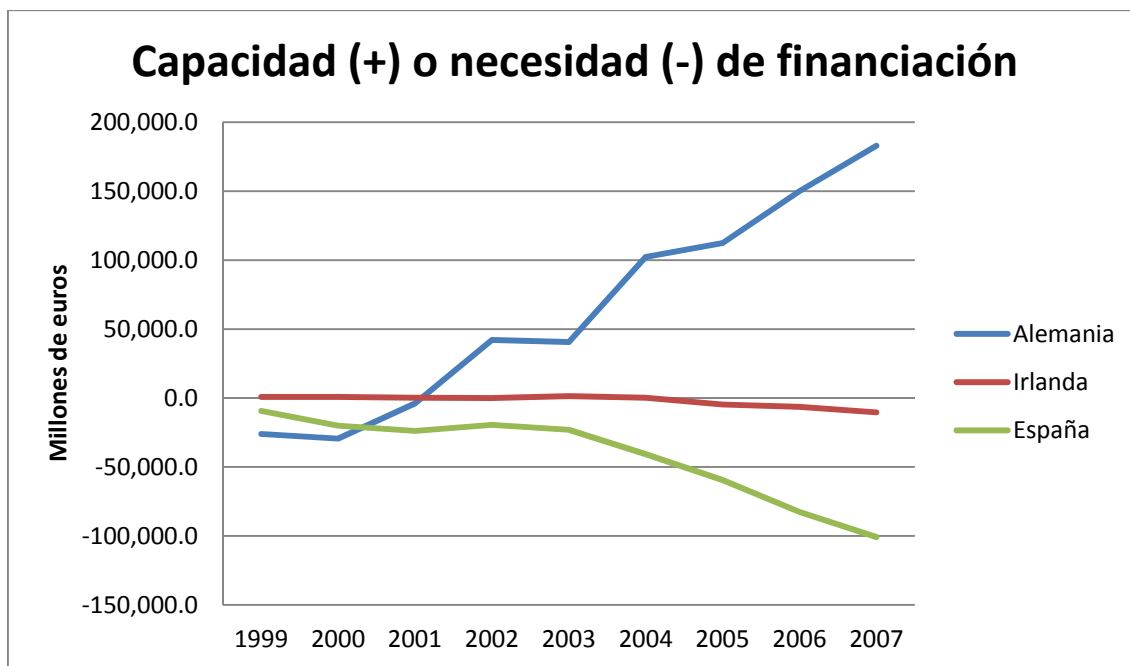
de los préstamos. El error se vio amplificado por la incapacidad manifestada por el SEBC para actuar como la institución de naturaleza federal que es y frenar la evolución del crédito hipotecario y al sector inmobiliario en Irlanda y España mediante la utilización de los coeficientes de caja y de solvencia, algo que las directivas comunitarias sobre supervisión financiera permiten si se trata de subirlos.

El desarrollo de las burbujas inmobiliarias de Irlanda y España es como sigue. Se inicia con los excesos de liquidez derivados de los bajos tipos de interés del BCE y de la política deflacionista que Alemania aplicó a partir del año 2000 para ganar competitividad. Dicha política tuvo como consecuencia una capacidad de financiación creciente de Alemania. Debido a la integración de los mercados financieros, esos recursos se dirigieron hacia Irlanda y España, dos países con bajo nivel de ahorro interno cuyas tasas de crecimiento del PIB eran mayores que en Alemania, tal y como se aprecia en el siguiente gráfico y, por tanto ofrecían mayores niveles de rentabilidad.



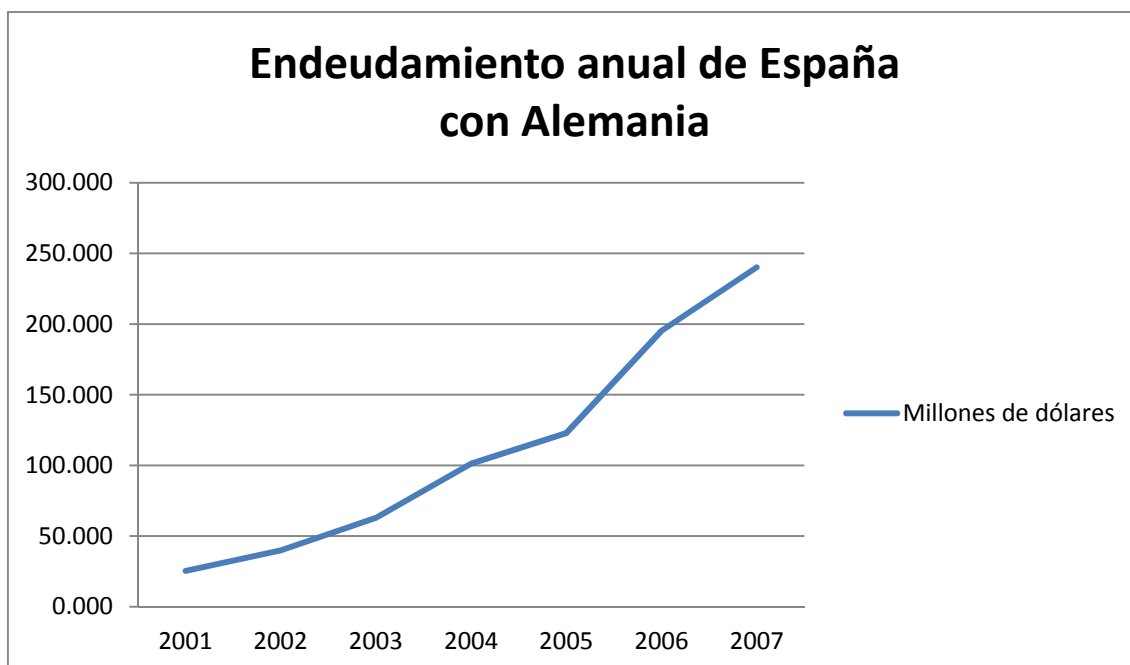
Fuente: Eurostat

Esos flujos de capital financiaron las burbujas inmobiliarias, tal y como muestran los siguientes gráficos:



Fuente: Eurostat

Como se aprecia, Alemania generó tal capacidad de financiación que pudo exportar capitales a Irlanda y España. Los dos gráficos siguientes muestran la evolución del endeudamiento de España e Irlanda con Alemania:

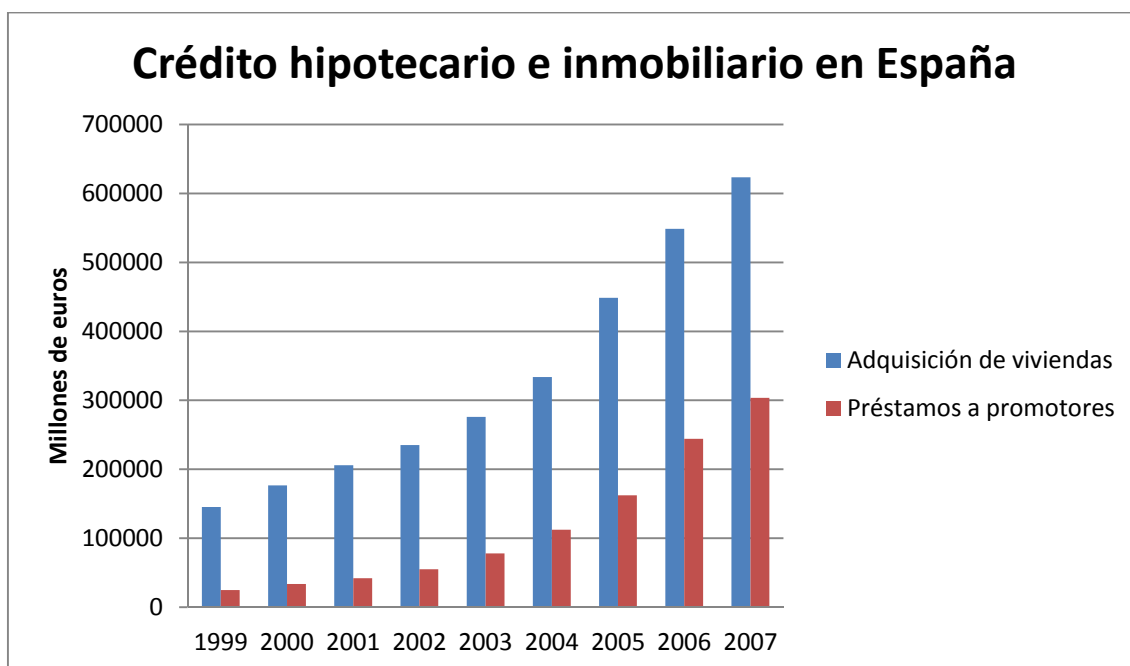


Fuente: Fondo Monetario Internacional

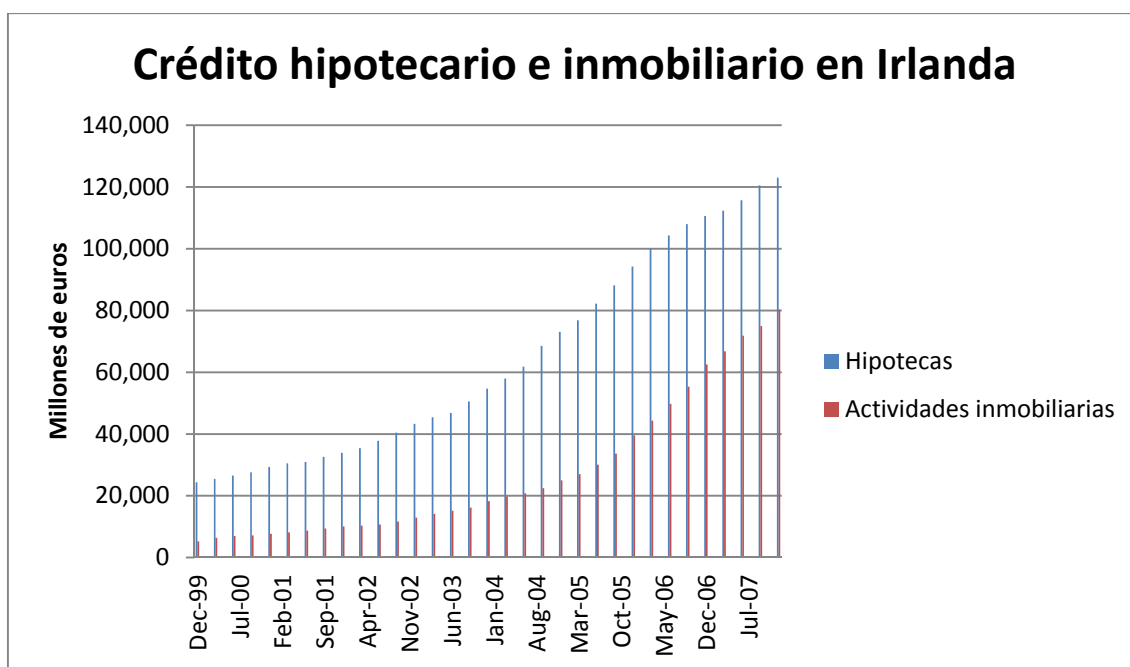


Fuente: Fondo Monetario Internacional

Como se puede apreciar en los gráficos, el volumen anual de recursos financieros, mediante emisiones de activos de renta fija de todo tipo, que obtuvo España de Alemania se incrementó el 850% diez entre 2001 y 2007, mientras que la cantidad que consiguió Irlanda aumentó el 1.120%. Esos recursos impulsaron el crecimiento del crédito para construir y adquirir viviendas en ambos países:



Fuente: Banco de España



Fuente: Banco Central de Irlanda

En ambos gráficos se aprecia un crecimiento explosivo de los créditos para la adquisición de viviendas y de los préstamos a promotores inmobiliarios desde que entró en vigor la Unión Monetaria Europea en 1999 hasta el estallido de la crisis financiera internacional. En España, de hecho, el volumen de préstamos hipotecarios se incrementó el 330% durante estos años, mientras que el de créditos a promotores lo hizo el 1.130%; en Irlanda los aumentos fueron del 405% y del 1.435% respectivamente. Estos porcentajes explican la formación de sendas burbujas inmobiliarias en ambos países, gracias a la afluencia masiva de capitales y a los bajos tipos de interés predominantes durante el periodo.

Además, hay que tener en cuenta una cuestión que han puesto recientemente de manifiesto Furceri, Guichard y Rusticelli:

capital inflow bonanza episodes significantly increase the probability of crises. In particular, a large capital inflow episode increases the probability of having a banking (currency) crisis in the two following years by about 4% (2.5%). Since the unconditional probability of the occurrence of a banking crisis at any point in time for this specification is only 5% (4%), the results imply a near doubling in the probability of a banking (currency) crisis. As can be expected, the effect is larger for sudden stops where the probability of the occurrence of a sudden stop increases by 22% in the two years following the end of a large capital inflow

*episode, suggesting that net capital inflows, instead of reverting to past trend levels, fall substantially after about one-fourth of large capital inflow episodes. Moreover, the greater the cumulative capital inflow at the end of the large capital inflow, the higher the probability of experiencing a sudden stop*²³⁹.

Es decir, además de los riesgos de crisis asociados con la formación de burbujas inmobiliarias en Irlanda y España, las fuertes entradas de capitales que registraron ambos países incrementaron las posibilidades de que se produjera un frenazo en seco de dichos flujos y de que, por tanto, tuviera lugar una crisis bancaria, que es lo que finalmente ha sucedido en ambas economías.

¿Pudieron hacer algo para evitarlo tanto el Banco de España como el Banco Central de Irlanda? Ninguno de los dos tiene capacidad para manejar la política monetaria y, por tanto, no puede subir los tipos de interés para frenar burbuja alguna porque esta competencia es exclusiva del Banco Central Europeo. Sin embargo, como vimos anteriormente, los poderes en materia de supervisión del sistema crediticio siguen en manos de los estados miembros. Además, las directivas comunitarias de armonización de la supervisión del sistema crediticio son directivas de mínimos. Por tanto, ambas instituciones podían haber actuado utilizando esa posibilidad, por ejemplo, incrementando los coeficientes de solvencia de las entidades de crédito, o mediante un sistema de provisiones como el que aplicó el Banco de España a los bancos españoles en sus inversiones en productos derivados y estructurados²⁴⁰, para frenar la expansión de los préstamos hipotecarios y al sector inmobiliario. Precisamente, la estructura federal del SEBC tiene la ventaja de que permite este tipo de acciones de carácter nacional porque, al tratar de frenar la evolución del crédito, no ponen en peligro el objetivo de estabilidad de precios del BCE. Sin embargo, ni el Banco de España ni el Banco Central de Irlanda emplearon estos mecanismos, ni tampoco hubo indicación o sugerencia alguna al respecto por parte del Banco Central Europeo. En este sentido, el fallo reside no en la naturaleza institucional del SEBC, sino en no haber sabido sacar partido de la misma para evitar los problemas de Irlanda y España con sus respectivas burbujas inmobiliarias. De todas formas, en el caso español también hay un error particular en materia de supervisión, porque el Banco de España ni controló la calidad

²³⁹ Furceri, Guichard y Rusticelli (2012), pp. 29-30

²⁴⁰ Gracias a esta política ningún banco o caja de ahorros español tuvo los problemas que vivieron los bancos británicos, alemanes, franceses, holandeses y belgas, algunos de los cuales quebraron y algunos otros tuvieron que ser rescatados, cuando estalló la crisis financiera internacional en 2007.

de los préstamos que se estaban otorgando ni el nivel de riesgos que estaban acumulando bancos y cajas con las hipotecas y los créditos a promotores.

Supervisión microprudencial y macroprudencial

Otro de los problemas institucionales reside en el modelo de supervisión del sistema bancario en la zona euro. El mantenimiento de esta competencia a nivel nacional, que consagra la Segunda Directiva Bancaria, conforma un modelo de supervisión microprudencial en la zona euro. El Comité de Supervisión Bancaria del Sistema Europeo de Bancos Centrales, encargado de la coordinación entre el BCE y los supervisores nacionales, no fue pensado, en realidad, para encargarse de la supervisión macroprudencial, lo cual no tiene mucho sentido en una unión monetaria en la que hay libertad de movimiento de capitales, en la que la integración financiera es una realidad y en la que los flujos de capitales entre los distintos estados miembros conducen a que los bancos de unos países se vean expuestos a los problemas que puedan darse con las entidades crediticias de otros países, convirtiéndose dichos problemas en problemas del conjunto de la unión, en vez de ser particulares de cada uno de sus miembros. El siguiente cuadro, que muestra la exposición de los bancos de la zona euro, a finales del segundo trimestre de 2010, a Grecia, Irlanda, Portugal y España, muestra que, en esta crisis, no se puede hablar de problemas nacionales, sino del conjunto de la zona euro.

Exposición externa frente a Grecia, Irlanda, Portugal y España, por nacionalidad de los bancos							
En miles de millones de dólares de EEUU							
	Tipo de exposición	Nacionalidad de los bancos					
		Alemania	España	Francia	Italia	OEA ¹	R. Unido
Grecia	Sector público	22,6	0,6	17,8	2,7	15,0	2,9
	+ Bancos	4,7	0,0	0,8	0,9	1,3	1,6
	+ Sector privado no bancario	9,6	0,2	38,7	1,7	12,4	7,6
	+ Sector no asignado	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
	= Activos exteriores	36,8	0,9	57,3	5,3	28,8	12,1
	+ Otras posiciones ²	28,6	0,5	25,7	1,6	2,8	4,8
	= Exposición total	65,4	1,3	83,1	6,8	31,6	17,0
Irlanda	Sector público	3,4	0,2	6,1	0,8	3,2	3,5
	+ Bancos	47,5	3,3	18,9	2,9	8,8	31,1
	+ Sector privado no bancario	87,7	10,5	18,5	10,7	44,7	97,0
	+ Sector no asignado	0,0	0,0	0,0	0,3	0,2	0,0
	= Activos exteriores	138,6	14,0	43,6	14,6	56,9	131,6
	+ Otras posiciones ²	47,9	3,7	33,7	10,0	7,3	55,9
	= Exposición total	186,4	17,7	77,3	24,7	64,2	187,5
Portugal	Sector público	7,4	8,1	14,2	0,8	7,5	2,3
	+ Bancos	17,1	7,0	13,8	2,5	5,0	5,6
	+ Sector privado no bancario	12,7	62,7	13,3	1,3	6,6	14,4
	+ Sector no asignado	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
	= Activos exteriores	37,2	77,8	41,3	4,6	19,1	22,2
	+ Otras posiciones ²	7,0	20,6	7,2	3,0	2,1	6,8
	= Exposición total	44,3	98,3	48,5	7,6	21,2	29,0
España	Sector público	26,2	...	40,4	2,5	16,2	9,2
	+ Bancos	81,1	...	50,2	9,2	48,2	28,8
	+ Sector privado no bancario	74,4	...	74,0	13,9	87,2	66,7
	+ Sector no asignado	0,0	...	0,0	0,2	0,1	0,0
	= Activos exteriores	181,6	...	164,6	25,9	151,7	104,7
	+ Otras posiciones ²	34,9	...	36,7	11,4	12,4	31,8
	= Exposición total	216,6	...	201,3	37,2	164,1	136,5

1: Otros Estados de la zona euro. 2: Valor de mercado positivo de la suma de derivados, garantías concedidas y compromisos crediticios.

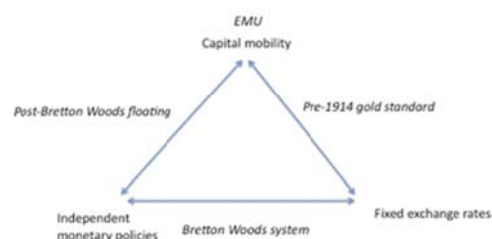
Fuente: estadísticas bancarias consolidadas del Banco de Pagos Internacionales (en base al riesgo último)

Tal y como muestra el cuadro, la crisis de cualquiera de estos países, sobre todo de Irlanda o España, se convierte en una crisis del conjunto de la banca de la zona euro debido a la exposición de las entidades crediticias de otras naciones a cuatro de los cinco países que están en el centro de la crisis de la Unión Monetaria Europea. Además, si se incluye al Reino Unido, el problema supera las fronteras de la zona euro para

afectar al conjunto de la Unión Europea. Incluso, para complicar más las cosas, un problema con el sistema bancario luso se puede convertir en un problema con el sector bancario español, debido a su exposición a Portugal, y este último, a su vez, puede transformarse en un problema para el conjunto de la zona euro. Las relaciones entre sistemas bancarios nacionales que muestra la tabla anterior ponen de manifiesto, por tanto, la necesidad de contar también con un enfoque macroprudencial de la supervisión financiera en la zona euro, así como de tener las instituciones adecuadas para ello.

Esa necesidad se encuentra estrechamente ligada con dos hechos: que se haya completado el Mercado Único y que la liberalización de movimientos de capitales sea una realidad. Ambos hechos dieron lugar a la aparición de dos trilemas en la Unión Europea a comienzos de la década de los noventa. El primero es un trilema monetario, o trinidad imposible, entre libertad de movimientos de capitales, tipos de cambio fijos e independencia de las políticas monetarias nacionales de los estados miembros, tal y como recoge el siguiente gráfico.

↗ The monetary trilemma and EMU



El segundo trilema es el financiero, según el cual no es posible conjugar la libertad de movimientos de capitales, la estabilidad financiera y la supervisión del sistema financiero de forma autónoma a nivel nacional. Este trilema se representa en el siguiente gráfico.



A pesar del trilema financiero, las autoridades comunitarias optaron por dejar las cuestiones relacionadas con la supervisión financiera en manos de las autoridades nacionales. Según Sapir, el argumento principal para proceder de esta manera fue que

since banks were mostly national, there was an informational advantage in keeping supervision at national level. However when mergers and acquisitions led to the emergence of pan-European banks, supervisory arrangements did not keep pace²⁴¹.

La razón, para Sapir, de actuar de esta forma es que

the EU strategy had been to put market integration first and to build policy integration only as a response to market integration. This strategy had been implemented with success in other fields and was essentially replicated in the financial area: the logic was to enlist market forces at the service of the integration process and to proceed with the next step of policy integration only when rendered necessary by the advance of market integration and supported by its participants. Crises, it was hoped, would wait until the process reached its end²⁴².

La crisis, sin embargo, ha mostrado que el trilema financiero constituye también una trinidad imposible y que se precisan instituciones supranacionales de supervisión.

Gestión de crisis

Tal y como se vio en el capítulo 3, uno de los criterios que establecía Padoa-Schioppa para el buen funcionamiento de una unión monetaria es que los supervisores nacionales actuaran como uno solo cuando las circunstancias así lo requiriesen. Una crisis como la financiera internacional es uno de esos casos. Sin embargo, tal y como denuncia el *Informe Larosière*, esa colaboración entre supervisores, para actuar como si fueran un solo cuerpo, brilló por su ausencia. Hubo problemas de información porque nadie quería que los demás supieran cuál era el estado en que se encontraban las entidades crediticias de su país, lo cual llevó a actuaciones nacionales descoordinadas a la hora de afrontar la

²⁴¹ Op. cit., p. 610

²⁴² Op. cit., p. 611

crisis y a una opacidad total acerca tanto de las ramificaciones que pudiera alcanzar el problema de los activos tóxicos en manos de la banca como de las exposiciones de los sistemas crediticios del conjunto de la zona euro a las entidades bancarias con problemas, fueran del país que fuesen. Todo ello pone en evidencia la necesidad de contar con una institución supranacional de supervisión.

Por otra parte, el hecho de que los bancos con problemas tuvieran que acudir en busca de ayuda a sus respectivos gobiernos, creando los problemas presupuestarios que vimos en los casos de Irlanda y España, y que, dadas las exposiciones entre los distintos sectores bancarios de la Unión Monetaria Europea, a través de la integración de los mercados de capitales, los problemas de una parte pudieran transformarse en problemas del conjunto, ponen también de manifiesto la necesidad de contar con una institución supranacional que actúe en casos de crisis financieras como prestamista de último recurso o como gestor de crisis financieras. En Estados Unidos, los encargados de ello son el Tesoro y la Reserva Federal. En la Unión Europea, sin embargo, esa institución no existe, a pesar de que el Banco Central Europeo tomó como modelo para su diseño al Deutsche Bundesbank alemán, porque al BCE ni al SEBC se les han conferido dichas competencias, de la misma forma que el Bundesbank también carecía de ellas. Lo que sí existía en Alemania era un sistema institucional de carácter federal para afrontar crisis bancarias. Éste, como se vio anteriormente, se estructura sobre tres pilares: una institución independiente de supervisión, la BAFin; un sistema de garantía de depósitos y un sistema de soluciones de mercado combinado con inyecciones de liquidez por parte del Liquiditäts-Konsortialbank. La Unión Monetaria Europea carece de un entramado institucional similar, con lo cual, cuando llegó la crisis, nadie sabía exactamente qué estaba pasando en otros países con sus sistemas bancarios, debido a que no hubo supervisión única, y los estados tuvieron que ayudar a sus respectivos sistemas crediticios, con las consiguientes consecuencias presupuestarias, debido a la ausencia de una institución como el Liquiditäts-Konsortialbank que facilitase ayudas a las entidades bancarias en crisis.

Las carencias de este entramado institucional se pusieron especialmente de manifiesto en lo referente a las crisis de las entidades bancarias supranacionales que operan en la zona euro. Según la Comisión Europea,

The banking and insurance markets are dominated by pan-European groups, whose risk management functions are centralized in the group's headquarters. According to the ECB, in 2007, total assets of approximately 8,300 credit institutions in the EU27 were €41,072 billion with a significant share thereof owned by the 39 large cross-border groups. Their total assets represent around 68% of the total EU banking market. Especially in the EU-12, banking markets are dominated by foreign (mostly Western European) financial groups. In these countries, on average 65% of banking assets are in foreign-owned banks. In countries like Estonia, the Czech Republic and Slovakia over 92% of banking assets are in foreign owned banks²⁴³.

La llegada de la crisis puso de manifiesto la dificultad para que coexista esta estructura del mercado bancario europeo con un sistema de supervisión y resolución de crisis bancarias que otorga todas las competencias en esta materia a las autoridades nacionales. De acuerdo con Kudrna, la crisis

highlighted the regulatory gap between the degree of financial integration manifested by large cross-border banks, and limited regulatory integration exemplified by the country-based bank resolution regimes²⁴⁴.

Por ello, este autor considera que

The 40 or so systemically important banks that dominate EU banking markets cannot be simply liquidated in case of insolvency because they provide financial infrastructure for EU economies. As most systemically important banks are internally integrated across EU borders, they should also be resolved on the cross-border basis without splitting them along national lines. It is the task of the bank resolution regime to ensure the commitment of national authorities to multilateral resolution strategies that preserve the systemic functions of such banks and minimize the overall fiscal costs of resolution. Credible commitment to co-operation, however, requires some harmonization of resolution tools as well as a mechanism that allows national authorities to balance the distribution of fiscal costs of bank resolution across Member States commensurate with benefits that they accrue from avoiding a systemic crisis. The EU strove to create this

²⁴³ Comisión Europea (2009c), p. 8

²⁴⁴ Kudrna (2012), p. 283

*commitment through voluntary ex ante agreements supported by ever more complex governance arrangements. However, these arrangements were underdeveloped and failed to support multilateral co-operation during the crisis*²⁴⁵.

Dicho de otra forma, se necesita una institución supranacional para actuar en este tipo de casos, que ni existe en la Unión Europea ni se ha creado dentro del paquete de reformas institucionales que han tenido lugar en la UE como consecuencia de la crisis.

Por su parte, Sapir señala que

*during the 2008–9 crisis the EU was largely able to avoid excesses in national state aids to financial institutions thanks to its centralized competition authority policy, but it was unable to ensure sufficient recapitalization and resolution of its banks due to lack of a centralized supervision and resolution authority*²⁴⁶.

A lo que añade que

*Because the distinction between liquidity and solvency is by essence fraught with difficulty, lender-of-last-resort activities by central banks require a backstop from the ultimate lender of last resort, a fiscal authority capable of collecting taxpayer money. In the absence of a eurozone treasury with the power to tax eurozone citizens, the ECB clearly lacks such a backstop*²⁴⁷.

El BCE, en este caso, sí estuvo a la altura de las circunstancias con las inyecciones de liquidez que proporcionó para evitar el colapso del mercado interbancario, especialmente en 2007 y 2008, pero no pudo hacer otras muchas cosas para salvar bancos porque carece de poderes para ello. En consecuencia, la responsabilidad recayó sobre las autoridades nacionales, aunque el BCE ayudó, más bien tarde, a partir de 2011, ampliando la lista de activos admitidos como garantía para la concesión de préstamos a los bancos, permitiéndoles también aportar como colateral títulos de deuda pública con el fin de ayudar a los estados a financiar, entre otras cosas, los programas de ayuda a la banca e, incluso, interviniendo en los mercados de deuda para evitar que se disparasen las primas de riesgo de los países con problemas

²⁴⁵ Op. cit., p. 296

²⁴⁶ Op. cit., p. 611

²⁴⁷ Op. cit., p.p. 616-617

presupuestarios y, de esta forma, contribuir a que dichos problemas fueran manejables por parte de los respectivos gobiernos. Estos dos últimos tipos de actuaciones son contrarios a las disposiciones del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, en concreto, al artículo 123.1, por el que se prohíbe que el Banco Central Europeo acuda al rescate de países con dificultades presupuestarias. La Reserva Federal, en cambio, no tuvo el menor problema a la hora de articular programas de compra de deuda del Tesoro estadounidense.

7. Medidas no convencionales y reformas

1. Medidas no convencionales

Para afrontar la crisis financiera, además de bajar los tipos de interés, que es una medida convencional para afrontar crisis, tanto el Banco Central Europeo como la Reserva Federal estadounidense tuvieron que poner en marcha todo un paquete de medidas no convencionales, debido a la naturaleza singular de la propia crisis.

El BCE tomó los siguientes tipos de medidas:

- En las operaciones de financiación, sobre todo en aquellas a largo plazo, el BCE optó por subastas a tipo de interés fijo cubriendo todas las peticiones de liquidez realizadas por los bancos de la zona euro. En circunstancias normales, estas operaciones dejan fuera a todas aquellas demandas de liquidez cuyo tipo de interés se sitúa por debajo del objetivo establecido por el BCE y solo se adjudican recursos a aquellas otras que lo igualan o lo superan. El propósito de esta medida era facilitar la refinanciación de los bancos y evitar que se produjera un desapalancamiento acelerado.
- También amplió los vencimientos de las operaciones de financiación, primero a seis meses y luego a un año, para dar margen a las entidades crediticias para planificar de forma adecuada sus políticas de liquidez. Estas dos medidas estuvieron en vigor entre 2008 y 2009 y tuvieron que reinstaurarse en 2010
- De acuerdo con las competencias que le confieren el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea y los estatutos del SEBC, el BCE amplió la lista de los activos admitidos como garantía para la obtención de liquidez. A través del *Reglamento (CE) N° 1053/2008 del Banco Central Europeo de 23 de octubre de*

2008 sobre cambios temporales en las normas relativas a la admisibilidad de activos de garantía (BCE/2008/11)²⁴⁸, la lista incluyó los activos denominados en dólares estadounidenses, libras esterlinas y yenes; los préstamos sindicados regidos por las legislaciones de Inglaterra y Gales; los instrumentos de renta fija emitidos por entidades de crédito que se negocien en determinados mercados no regulados; los activos subordinados²⁴⁹ protegidos por una garantía aceptable; los depósitos a plazo fijo de entidades de contrapartida²⁵⁰ y, lo más importante de todo, se redujo la calificación crediticia mínima de los activos admitidos como colateral a BBB-/Baa3. Con posterioridad, mediante la *Decisión del Banco Central Europeo de 14 de diciembre de 2011 sobre medidas temporales adicionales relativas a las operaciones de financiación del Eurosistema y la admisibilidad de los activos de garantía (BCE/2011/25) (2011/870/UE)*²⁵¹, se añadieron también los bonos de titulización cuyos activos de garantía incluían solo préstamos hipotecarios o solo préstamos a pequeñas y medianas empresas.

- Asimismo, facilitó liquidez en moneda extranjera, generalmente en dólares, mediante acuerdos de *swap*²⁵² con la Reserva Federal, para prevenir desequilibrios de cobertura en divisas.
- Para ayudar a la financiación de los bancos, a mediados de 2009 el BCE puso en marcha un programa de compras de bonos garantizados²⁵³. La *Decisión del Banco Central Europeo de 2 de julio de 2009 sobre la ejecución del programa de adquisiciones de instrumentos de renta fija tipo Pfandbrief (bonos garantizados) (BCE/2009/16) (2009/522/CE)*²⁵⁴ autorizó compras por un importe nominal de 60.000 millones de euros. Después, la *Decisión del Banco Central Europeo de 3 de noviembre de 2011 sobre la ejecución del segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados (BCE/2011/17)*

²⁴⁸ Diario Oficial de la Unión Europea N° L 282, de 25 de octubre de 2008

²⁴⁹ Son títulos valores de renta fija con rendimiento explícito emitidos normalmente por entidades de crédito que ofrecen una rentabilidad mayor que otros activos de deuda a cambio de perder capacidad de cobro en caso de extinción y posterior liquidación de la sociedad, ya que está subordinado el pago en orden de prelación en relación con los acreedores ordinarios.

²⁵⁰ Conjunto de entidades de crédito de la zona del euro con las que el Eurosistema efectúa determinadas operaciones de política monetaria.

²⁵¹ Diario Oficial de la Unión Europea N° L 341, de 22 de diciembre de 2011

²⁵² Un swap, o permuta financiera, es un contrato por el cual dos partes se comprometen a intercambiar una serie de cantidades de dinero en fechas futuras y a un tipo de cambio pactado de antemano.

²⁵³ Los bonos garantizados son activos de renta fija respaldados por los flujos de caja que genera un préstamo hipotecario o que cuentan con aval público.

²⁵⁴ Diario Oficial de la Unión Europea N° L 175, de 4 de julio de 2009

(2011/744/UE)²⁵⁵ autorizó una nueva operación de compras por un importe adicional de 40.000 millones de euros.

- Con el fin de ayudar a Grecia, la *Decisión del Banco Central Europeo de 6 de mayo de 2010 sobre medidas temporales relativas a la admisibilidad de los instrumentos de renta fija negociables emitidos o garantizados por el Estado griego (BCE/2010/3) (2010/268/UE)*²⁵⁶ aprobó la supresión del umbral mínimo de garantía en deuda pública griega, manteniendo la admisibilidad como activos de garantía de los instrumentos de renta fija negociables emitidos o garantizados por el Estado griego. Mediante la *Decisión del Banco Central Europeo de 31 de marzo de 2011 sobre medidas temporales relativas a la admisibilidad de los instrumentos de renta fija negociables emitidos o garantizados por el Estado irlandés (BCE/2011/4) (2011/227/UE)*²⁵⁷ y la *Decisión del Banco Central Europeo de 7 de julio de 2011 sobre medidas temporales relativas a la admisibilidad de los instrumentos de renta fija negociables emitidos o garantizados por el Estado portugués (BCE/2011/10) (2011/410/UE)*²⁵⁸ se hizo lo mismo con Irlanda y Portugal, respectivamente. La *Decisión del Banco Central Europeo de 27 de febrero de 2012 por la que se deroga la Decisión BCE/2010/3, sobre medidas temporales relativas a la admisibilidad de los instrumentos de renta fija negociables emitidos o garantizados por el Estado griego (BCE/2012/2) (2012/133/UE)*²⁵⁹ retiró las garantías ilimitadas a la deuda griega, las cuales fueron sustituidas por la admisión de los instrumentos de renta fija negociables emitidos o plenamente garantizados por el país en el contexto de la oferta de canje su deuda a través de la *Decisión del Banco Central Europeo de 5 de marzo de 2012 sobre la admisibilidad de instrumentos de renta fija negociables emitidos o plenamente garantizados por la República Helénica en el contexto de la oferta de canje de deuda de la República Helénica (BCE/2012/3) (2012/153/UE)*²⁶⁰.
- Por último, para frenar la escalada de las primas de riesgo en dificultades, el BCE aprobó el programa para los mercados de valores, mediante la *Decisión del*

²⁵⁵ Diario Oficial de la Unión Europea Nº L 297, de 16 de noviembre de 2011

²⁵⁶ Diario Oficial de la Unión Europea Nº L 117, de 11 de mayo de 2010

²⁵⁷ Diario Oficial de la Unión Europea Nº L 94, de 8 de abril de 2011

²⁵⁸ Diario Oficial de la Unión Europea Nº L 182, de 12 de julio de 2011

²⁵⁹ Diario Oficial de la Unión Europea Nº L 59, de 1 de marzo de 2012

²⁶⁰ Diario Oficial de la Unión Europea Nº L 77, de 16 de marzo de 2012

Banco Central Europeo de 14 de mayo de 2010 por la que se crea el programa para mercados de valores (BCE/2010/5)²⁶¹, que le faculta para comprar en los mercados secundarios deuda pública emitida por las administraciones centrales de los países de la zona euro y, en los mercados primario y secundario, activos de renta fija negociables y admisibles como colateral emitidos por entidades privadas constituidas en la zona euro.

Estas medidas ponen en entredicho la letra y el espíritu de los tratados europeos acerca de las ayudas a los países en dificultades. Sin embargo, de no haberse tomado, dichos países probablemente se hubieran encontrado sin acceso a los mercados financieros, con lo que sus problemas presupuestarios hubieran acabado en una crisis de solvencia y una posible suspensión de pagos. Estos hechos hubieran puesto en duda la viabilidad de la Unión Monetaria Europea y su posible continuidad en el tiempo. En otras palabras, podrían haber provocado la ruptura de la zona euro y, con ella, incluso, de la propia Unión Europea, lo que hubiera supuesto una profunda crisis económica en todos los estados miembros.

¿Cuál ha sido el impacto de estas medidas no convencionales sobre el sector bancario? Para el Banco Central Europeo,

Al mejorar las condiciones de financiación de las entidades de crédito, el BCE puede haber evitado una venta desordenada de activos, lo que habría sometido a tensiones a determinados sectores de los mercados financieros. Las OFPML²⁶² a tres años también pueden haber ayudado a limitar los efectos de contagio de la crisis de la deuda soberana a los mercados de crédito y a los mercados financieros en general. Además, han mejorado el clima de los mercados para una amplia gama de activos y han contribuido a la reapertura gradual de algunos segmentos del mercado anteriormente cerrados²⁶³.

Sin embargo, añade a continuación el banco,

Es posible que transcurran varios meses para que el pleno efecto positivo en el crédito bancario concedido a los hogares y las sociedades no financieras sea evidente en los datos monetarios. Por tanto, el crecimiento monetario y crediticio

²⁶¹ Diario Oficial de la Unión Europea, Nº L 124, de 20 de mayo de 2010

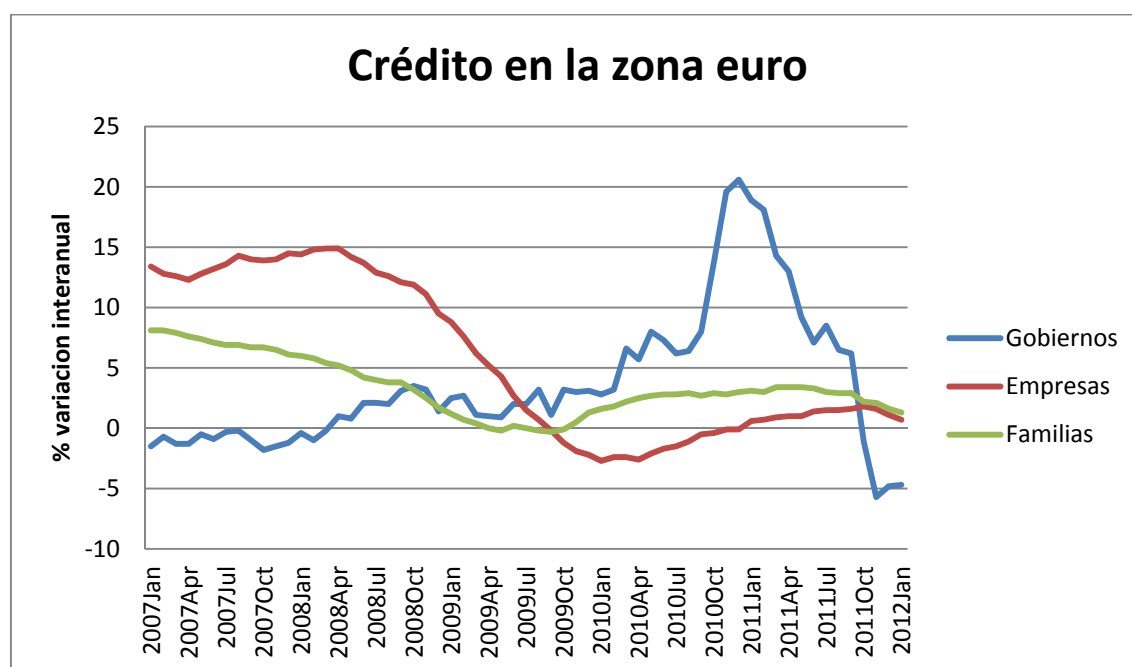
²⁶² Siglas de operaciones de financiación a plazo más largo

²⁶³ BCE (2012), p. 44

*podría seguir siendo moderado durante algún tiempo, antes de fortalecerse como consecuencia de estas OFPML a tres años*²⁶⁴.

Dicho de otra forma, las entidades crediticias aprovechan las facilidades de liquidez para desapalancarse de forma progresiva y recomponer su balance y su estructura de capital, pero siguen sin conceder créditos.

La razón de este comportamiento es doble. Por un lado, las incertidumbres sobre la evolución económica y financiera provocaron que el sistema bancario de la zona euro tomase prestada liquidez que luego volvía a depositar en el Eurosistema, pagando el tipo de interés fijo de las operaciones principales de financiación (OPF) y recibiendo el tipo de interés de la facilidad de depósito (lo que implica un diferencial de 75 puntos básicos). Por otro, porque como el BCE sigue teniendo como objetivo fundamental la estabilidad de precios, cuando aprobó el Programa para los Mercados de Valores tuvo que articular medidas para reabsorber de forma inmediata esa liquidez mediante la captación semanal de depósitos a plazo fijo del sector bancario²⁶⁵. Es decir, la visión estrecha de la función de banco central que caracteriza al BCE se convierte en un obstáculo para la recuperación del crédito, tal y como muestra el siguiente gráfico.

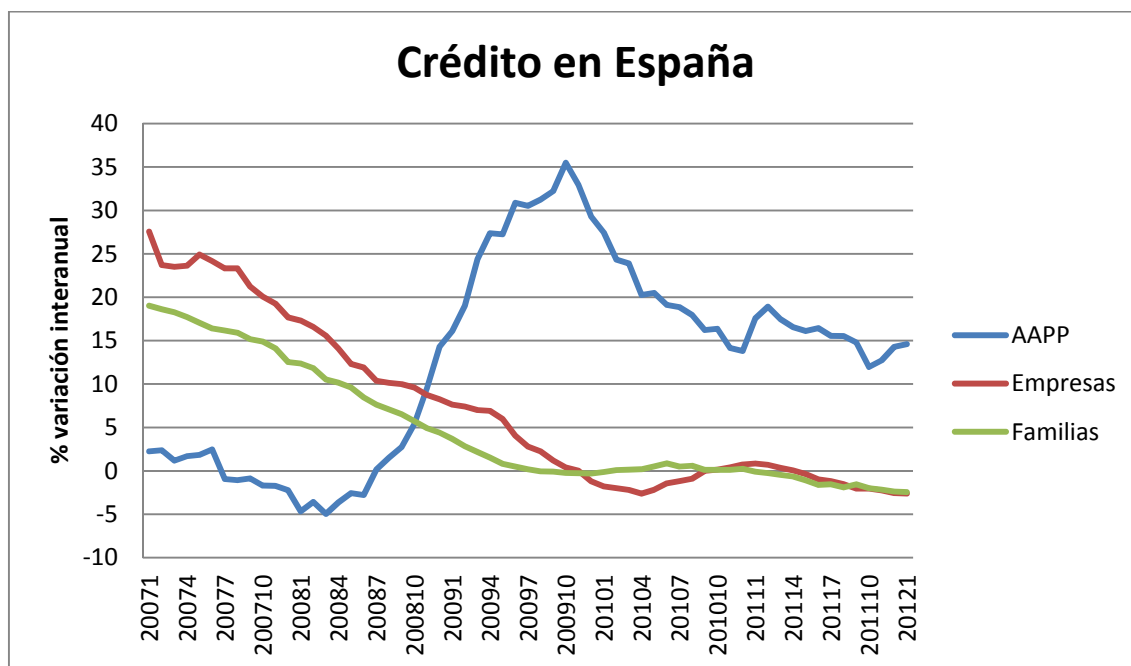


Fuente: Banco Central Europeo

²⁶⁴ Op. cit., p. 44

²⁶⁵ BCE (2010), p. 105

La situación es todavía peor en los países que, como España, se encuentran en el centro de la crisis, dado que, además de que el crédito al sector privado sigue contrayéndose, se produce un *efecto crowding-out* como consecuencia de las necesidades de financiación del sector público, tal y como muestra el siguiente gráfico:



Fuente: Banco de España

Por su parte, la Reserva Federal puso en marcha tres tipos de medidas, además de recortar los tipos de interés:

- El primer grupo de medidas está muy relacionado con su papel tradicional de prestamista de último recurso y abarca los programas para facilitar liquidez a corto plazo a los bancos y a otras instituciones financieras, incluidas aquellas que quedaban fuera del perímetro regulatorio y supervisor de la Reserva Federal. Además de la tradicional ventanilla de descuento, se crearon la *Term Auction Facility*²⁶⁶, la *Primary Dealer Credit Facility*²⁶⁷ y la *Term Securities Lending*

²⁶⁶ Subastas de préstamos garantizados de entre 28 y 74 días entre instituciones de depósito saneadas, para aliviar las elevadas presiones en los mercados monetarios a corto plazo

²⁶⁷ Programa que incluía a las entidades no reguladas ni supervisadas por la Reserva Federal, consistente en la entrega de un activo a cambio de fondos de la Reserva Federal, a través de la ventanilla de descuento, y que implicaba un acuerdo de recompra o 'repo'.

*Facility*²⁶⁸. Además, la Reserva Federal también aprobó acuerdos bilaterales de *swaps* en divisas con catorce bancos centrales extranjeros con el fin de facilitar liquidez en dólares a los bancos de sus respectivas jurisdicciones.

- Un segundo grupo de medidas comprende aquellas destinadas a facilitar liquidez a los prestatarios e inversores de aquellos mercados crediticios clave para el desarrollo del sistema bancario y de la economía en su conjunto. Este grupo incluye la *Commercial Paper Funding Facility*²⁶⁹, la *Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility*²⁷⁰, la *Money Market Investor Funding Facility*²⁷¹ y la *Term Asset-Backed Securities Loan Facility*²⁷².
- El tercer grupo de medidas para apoyar a los mercados de crédito se centra en la compra de activos a más largo plazo por parte de la Reserva Federal. Por ejemplo, en noviembre de 2008 se anunció un plan para la compra de deuda de empresas respaldadas por el gobierno²⁷³ de hasta cien mil millones de dólares y otro de hasta medio billón de dólares para la adquisición de activos respaldados por hipotecas. En marzo de 2009 se anunciaron nuevos planes para la adquisición de hasta trescientos mil millones de dólares de títulos del Tesoro a más largo plazo, además de incrementar las compras de deuda de empresas respaldadas por el Gobierno en otros doscientos mil millones de dólares y de activos garantizados por hipotecas en otros 1,25 billones de dólares.

Todos estos programas se cancelaron entre octubre de 2009 y febrero de 2010, excepto los acuerdos *swaps* en divisas con otros bancos centrales extranjeros, que tuvieron que mantenerse debido a la reaparición de las tensiones en los mercados monetarios a corto plazo en dólares.

Las diferencias entre las actuaciones del Banco Central Europeo y las de la Reserva Federal son evidentes. El primero, al carecer de competencias como prestamista de último recurso y al tener como único objetivo la estabilidad de precios,

²⁶⁸ Programa de créditos a 28 días, para los mismos prestatarios que en el caso anterior, garantizados por activos elegibles.

²⁶⁹ Programa para facilitar liquidez a corto plazo mediante compras a tres meses de papel comercial garantizado o sin garantizar.

²⁷⁰ Facilidad de crédito para financiar las compras de papel comercial garantizado de alta calidad con el fin de que los fondos de inversión pudieran atender las demandas de retirada de dinero.

²⁷¹ Programa para facilitar liquidez a la industria de fondos de inversión para la adquisición de activos garantizados.

²⁷² Programa para estimular el crédito al consumo.

²⁷³ Fundamentalmente Fannie Mae y Freddie Mac.

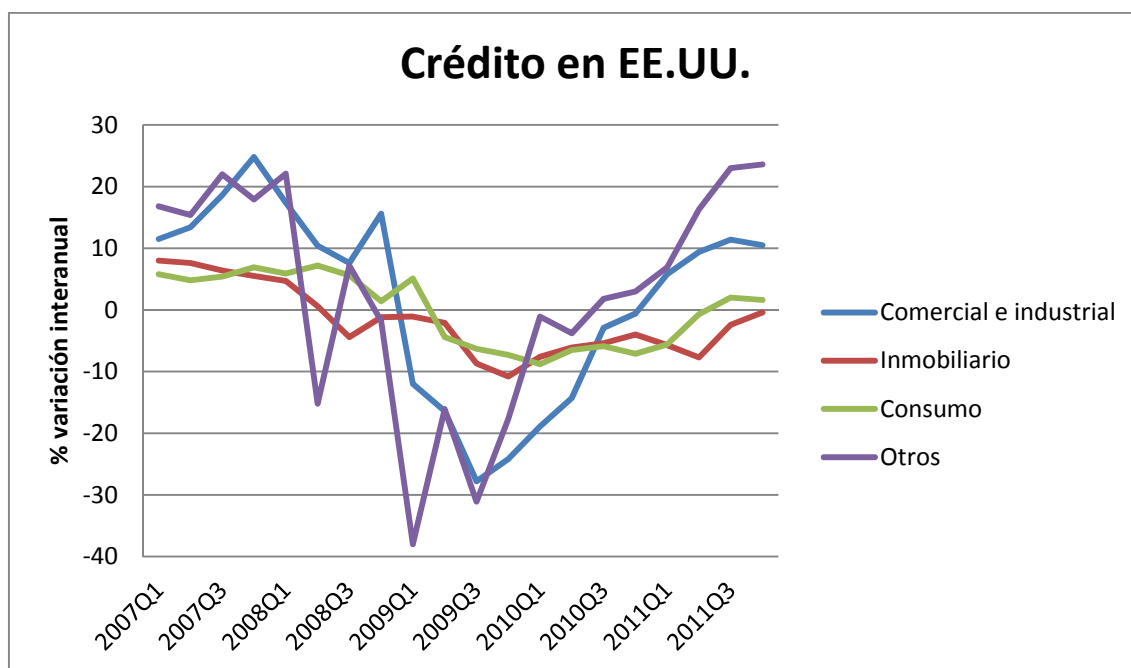
tuvo que concentrar sus actuaciones en impedir que se produjera un desapalancamiento acelerado de la banca y en facilitar la restructuración de su balance. Después tuvo que asumir la tarea de sostener la deuda pública de Grecia, Irlanda, Portugal, España e Italia. Todas estas actuaciones se asemejan a las propias de una entidad que asume el papel de prestamista de último recurso. De hecho, según Eichler y Hielscher,

since the outbreak of the subprime lending crisis the ECB has taken banking and sovereign debt crisis risk into account when conducting its monetary policy. We have found that since the outbreak of the subprime crisis the ECB has significantly increased net lending and reduced interest rates when banking and sovereign debt crisis risk increased in the five vulnerable EMU member countries – Greece, Ireland, Italy, Portugal, and Spain. No significant effect is found for the precrisis period. We also do not find evidence that crisis risk in the five relatively tranquil member countries – Austria, Belgium, France, Germany, and the Netherlands – plays a significant role in determining the ECB’s monetary policy. This result is in line with our hypothesis that in order to prevent withdrawals of the most vulnerable member countries from the EMU, the ECB systematically increases net lending and reduces the interest rate when banking and sovereign debt crisis risk in the vulnerable EMU countries increase. By increasing the liquidity supply to banks, supporting the prices (and, indirectly, issuance) of government bonds, and reducing funding costs the ECB may have become the Lender of Last Resort for the banking systems and governments of these vulnerable EMU members²⁷⁴.

El BCE, sin embargo, tuvo también que articular medidas en paralelo para evitar una expansión de la liquidez, con el fin de no generar presiones inflacionistas, cuyo resultado ha sido la caída del crédito al sector privado de la economía, el cual, en el primer trimestre de 2012, aún no presentaba síntomas de recuperación, tal y como se vio que reconocía el propio BCE. Esa escasez de créditos crea problemas adicionales a los países de la zona euro en dificultades presupuestarias para que sus economías vuelvan a crecer y contribuyan al saneamiento de sus cuentas públicas mediante mayores ingresos tributarios.

²⁷⁴ Eichler y Hielscher (2012), P. 564

La Reserva Federal, en cambio, al no regirse por una visión tan estrecha sobre las funciones de un banco central, y al tener como razón de su fundación la de garantizar la estabilidad financiera y actuar como prestamista de último recurso, pudo establecer un abanico más amplio de medidas con el fin no sólo de contribuir al desapalancamiento ordenado de las entidades financieras, sino también con la finalidad de que el crédito al sector privado siguiera fluyendo. El siguiente gráfico muestra como esas políticas funcionaron y consiguieron detener la caída del crédito en 2009 y que éste empezara a crecer de nuevo a partir de 2010, con la excepción del crédito inmobiliario, algo lógico, por otra parte, si se tiene en cuenta que Estados Unidos también sufrió una burbuja inmobiliaria.



Fuente: Reserva Federal

2. Reformas institucionales

Como vimos anteriormente, la crisis financiera internacional dio lugar a un ejercicio de reflexión por parte de la Comisión Europea sobre los problemas, carencias y limitaciones del sistema de supervisión financiera de la Unión Europea que estaban detrás de la crisis. De ahí nació el encargo del Ejecutivo comunitario al grupo de alto nivel presidido por Jacques de Larosière de elaborar un estudio sobre dichos problemas y presentar propuestas de reforma. El *Informe Larosière* recomendó, en primer lugar, el

establecimiento de un conjunto armonizado para toda la Unión Europea de regulaciones fundamentales en materia de supervisión financiera, por cuatro razones:

- *a single financial market - which is one of the key-features of the Union – cannot function properly if national rules and regulations are significantly different from one country to the other;*
- *such a diversity is bound to lead to competitive distortions among financial institutions and encourage regulatory arbitrage;*
- *for cross-border groups, regulatory diversity goes against efficiency and the normal group approaches to risk management and capital allocation;*
- *in cases of institutional failures, the management of crises in case of cross-border institutions is made all the more difficult*²⁷⁵.

Como resultado de las recomendaciones del *Informe Larosière*, la Unión Europea procedió a la modernización del marco existente de supervisión financiera a través de las siguientes directivas:

- *Directiva 2009/111/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, por la que se modifican las Directivas 2006/48/CE, 2006/49/CE y 2007/64/CE en lo que respecta a los bancos afiliados a un organismo central, a determinados elementos de los fondos propios, a los grandes riesgos, al régimen de supervisión y a la gestión de crisis*²⁷⁶, por la cual se regulan los criterios para admitir a los instrumentos híbridos²⁷⁷ como capital propio, se establecen nuevos criterios de supervisión y control de grandes riesgos, se obliga a mantener una vinculación con los activos subyacentes a las entidades que titulizan los mismos; se crea la figura de la sucursal significativa a efectos de supervisión y se regula la promoción de los microcréditos y la evaluación de sus riesgos.
- *Directiva 2010/76/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 24 de noviembre de 2010 por la que se modifican las Directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE en lo que respecta a los requisitos de capital para la cartera de negociación y las retitulizaciones y a la supervisión de las políticas de*

²⁷⁵ Op. cit., p. 27

²⁷⁶ Diario Oficial de la Unión Europea Nº L 302, de 17 de noviembre de 2009

²⁷⁷ Los instrumentos híbridos son una forma de financiación que combina características del capital y de la deuda.

*remuneración*²⁷⁸, que regula las buenas prácticas en materia de remuneración a los directivos en relación con la asunción y gestión de riesgos y los requisitos de capital, la obligación de una valoración prudente y los criterios de ponderación de riesgos para la cartera de negociación y las retitulizaciones.

- *Directiva 2011/89/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de noviembre de 2011 por la que se modifican las Directivas 98/78/CE, 2002/87/CE, 2006/48/CE y 2009/138/CE en lo relativo a la supervisión adicional de las entidades financieras que formen parte de un conglomerado financiero*²⁷⁹, por la que se regula la supervisión adicional de las entidades financieras con intereses en distintos segmentos del sector financiero, la coordinación al respecto entre los supervisores de los diferentes segmentos y los criterios para evaluar la exposición de dichas entidades a los riesgos de grupo.

En segundo término, el *Informe Larosière*, en su recomendación número 24, propuso crear a nivel europeo un sistema de supervisión formado por tan solo dos instituciones:

*the first Authority would be responsible for banking and insurance prudential issues as well as for any other issue relevant for financial stability; the second Authority would be responsible for conduct of business and market issues*²⁸⁰.

La Comisión Europea se inspiró en esta idea cuando en su comunicado titulado *Supervisión financiera europea* propuso un nuevo marco de supervisión sustentado sobre dos pilares:

- *Un Consejo Europeo de Riesgo Sistémico (CERS), que vigilará y evaluará las amenazas potenciales que para la estabilidad financiera se deriven de la evolución macroeconómica y de la evolución del sistema financiero en su conjunto («supervisión macroprudencial»). A tal fin, el CERS alertaría en una fase temprana sobre los riesgos que puedan afectar a todo el sistema y que se puedan estar perfilando y, en caso necesario, formularía recomendaciones de actuación para hacer frente a tales riesgos (...).*

²⁷⁸ Diario Oficial de la Unión Europea N° L 319, de 14 de diciembre de 2010

²⁷⁹ Diario Oficial de la Unión Europea N° L 326, de 8 de diciembre de 2011

²⁸⁰ Op. cit., p. 58

- *Un Sistema Europeo de Supervisores Financieros (SESF), consistente en una potente red de supervisores financieros nacionales que trabajen en tándem con las nuevas Autoridades Europeas de Supervisión, a fin de salvaguardar la solidez financiera de las empresas financieras individuales y de proteger a los consumidores de servicios financieros («supervisión microprudencial»). La nueva red europea se basará en la atribución de competencias compartidas que se refuercen mutuamente y combinará la supervisión de ámbito nacional de las entidades con la centralización de determinadas tareas a nivel europeo, con vistas a promover normas armonizadas y prácticas de supervisión coherentes²⁸¹.*

El Consejo Europeo, en su reunión de los días 18 y 19 de junio de 2009, respaldó las propuestas de la Comisión Europea para crear, en 2010, un Sistema Europeo de Supervisión Financiera (SESF), compuesto por la Junta Europea de Riesgo Sistémico, la Autoridad Bancaria Europea, la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación, la Autoridad Europea de Valores y Mercados, el Comité Mixto de las Autoridades Europeas de Supervisión y los supervisores nacionales. Este esquema supone un modelo de supervisión en red en el que las nuevas autoridades europeas trabajarán de forma coordinada entre ellas y formando tándem con los supervisores nacionales. Según la Comisión Europea, este esquema

se considera preferible a soluciones tales como una centralización total de la supervisión a nivel de la UE, sobre la cual no existe consenso²⁸².

De las propias palabras de la Comisión se desprende la idea de que sería mejor contar con una estructura supranacional de supervisores financieros, de la misma forma que Estados Unidos o Alemania se dotaron de instituciones federales de supervisión. De hecho, la Comisión plantearía esta cuestión, de forma explícita, poco después, en lo referente a la gestión de las crisis de entidades bancarias paneuropeas. En su documento de octubre de 2009, titulado *Impact Assessment Accompanying the Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee, the European Court of Justice and the European Central Bank*

²⁸¹ Comisión Europea (2009b), p. 3

²⁸² Op. cit., p. 13

on an EU Framework for Cross-border Crisis Management in the Banking Sector, el Ejecutivo comunitario indica:

*The financial crisis has underlined the importance of strengthening cross-border crisis management arrangements. It is a matter of priority to address these shortcomings which undermine the Internal Market, by considering the introduction of new crisis management arrangements and tools at EU level, as well as the changes that may be needed to the broader legal framework in order to underpin cross-border cooperative solutions*²⁸³.

Sin embargo, las divergencias de intereses nacionales impiden un consenso en torno a este asunto. Teniendo en cuenta que el principal opositor a la supervisión única europea es el Reino Unido, un país que no pertenece a la Unión Monetaria Europea; teniendo en cuenta, también, el grado de integración alcanzado por los mercados financieros de la zona euro (ver capítulo siguiente), los países del euro deberían pensar en utilizar el procedimiento de cooperaciones reforzadas, de acuerdo con las disposiciones del Título III de la Sexta Parte del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, para avanzar en la creación de auténticas instituciones supranacionales de supervisores.

Junta Europea de Riesgo Sistémico

La Junta Europea de Riesgo Sistémico se erigió por el *Reglamento (UE) N° 1092/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, relativo a la supervisión macroprudencial del sistema financiero en la Unión Europea y por el que se crea una Junta Europea de Riesgo Sistémico*²⁸⁴. La Junta será la encargada de la supervisión macroprudencial en la Unión Europea, para lo cual desempeñará las siguientes funciones:

- a) determinar y/o recopilar, y analizar toda la información pertinente y necesaria, con el fin de prevenir o mitigar el riesgo sistémico²⁸⁵ para la estabilidad financiera en la Unión que surge de la evolución del sistema financiero;
- b) identificar y priorizar los riesgos sistémicos;

²⁸³ Op. cit., p. 37

²⁸⁴ Diario Oficial de la Unión Europea N° L 331, de 15 de diciembre de 2010

²⁸⁵ Riesgo de perturbación del sistema financiero, que puede tener repercusiones negativas graves sobre el mercado interior y la economía real.

- c) emitir avisos cuando dichos riesgos sistémicos se consideren significativos, y, en caso necesario, hacer públicos dichos avisos;
- d) formular recomendaciones para la adopción de medidas correctoras en respuesta a los riesgos detectados, y, en su caso, hacer públicas dichas recomendaciones;
- e) emitir un aviso confidencial dirigido al Consejo cuando decida que podría plantearse una situación de emergencia y proporcionarle una evaluación de la situación para que este considere la necesidad de adoptar una decisión dirigida a las AES determinando la existencia de una situación de emergencia;
- f) vigilar que se adopten medidas en respuesta a los avisos y recomendaciones;
- g) colaborar estrechamente con todas las demás partes en el SESF y, en su caso, proporcionar a las AES²⁸⁶ la información sobre riesgos sistémicos necesaria para el desempeño de su cometido; y, en particular, en cooperación con las AES, desarrollar, un conjunto de indicadores cuantitativos y cualitativos (cuadro de riesgos) para determinar y medir el riesgo sistémico;
- h) participar, en caso necesario, en el Comité Mixto;
- i) coordinar sus acciones con las de las organizaciones financieras internacionales, en particular el FMI y la JEF²⁸⁷, así como con los organismos pertinentes de terceros países, en cuanto se refiere a la supervisión macroprudencial;
- j) realizar otras tareas conexas, conforme a lo especificado en la legislación de la Unión.

El Banco Central Europeo colaborará con la Junta en lo referente a estadísticas y recogidas de datos y formará parte de la misma junto a los gobernadores de los bancos centrales nacionales, la Comisión Europea y las autoridades europeas de supervisión.

Si la Junta Europea de Riesgo Sistémico prevé riesgos significativos para la estabilidad financiera de la Unión Europea emitirá un aviso y, si es necesario, formulará

²⁸⁶ Siglas de agencias europeas de supervisión

²⁸⁷ Siglas de Junta de Estabilidad Financiera. Fue creada en 2009 para coordinar a nivel internacional los trabajos de las autoridades nacionales de supervisión financiera y las instituciones internacionales relacionadas con estos asuntos, así como para desarrollar y promover la aplicación de regulaciones y supervisiones efectivas. Está formada por los supervisores de Alemania, Arabia Saudí, Argentina, Australia, Brasil, Canadá, China, Corea, España, Estados Unidos, Francia, Holanda, Hong Kong, India, Indonesia, Italia, Japón, México, Reino Unido, Rusia, Singapur, Sudáfrica, Suiza y Turquía. También están representados en ella el Banco de Pagos Internacionales, el Banco Central Europeo, la Comisión Europea, el Fondo Monetario Internacional, la OCDE, el Banco Mundial, el Comité de Basilea de Supervisión Bancaria, el Comité sobre el Sistema Financiero Global, el Comité de Sistemas de Pagos, la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros, el Consejo Internacional de Normas Contables y la Organización Internacional de Comisiones de Valores.

recomendaciones para la adopción de medidas correctoras. Sin embargo, carece de la capacidad para imponerlas y, en caso de que una autoridad o Estado no siga sus recomendaciones, lo más que puede hacer es informar de ello al Consejo Europeo, al Estado miembro y, en su caso, a la autoridad europea de supervisión correspondiente. Desde que se creó, la Junta ya ha emitido su primera recomendación, centrada en la concesión de préstamos en moneda extranjera, a fin de: i) limitar la exposición a los riesgos de crédito y mercado y aumentar así la fortaleza del sistema financiero; ii) controlar el aumento excesivo del crédito en moneda extranjera y evitar las burbujas de los precios de los activos; iii) limitar los riesgos de financiación y liquidez y minimizar así esta vía de contagio; iv) crear incentivos que mejoren la determinación del precio del riesgo vinculado la concesión de préstamos en moneda extranjera, y v) evitar la elusión de las medidas nacionales por medio del arbitraje reglamentario.

Autoridad Bancaria Europea

La Autoridad Bancaria Europea fue fundada por el *Reglamento (UE) N° 1093/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Bancaria Europea), se modifica la Decisión no 716/2009/CE y se deroga la Decisión 2009/78/CE de la Comisión*²⁸⁸. La Autoridad actuará en el ámbito de las actividades de las entidades de crédito, los conglomerados financieros, las empresas de inversión, las entidades de pago y las entidades de dinero electrónico. Su objetivo será proteger el interés público contribuyendo a la estabilidad y eficacia del sistema financiero a corto, medio y largo plazo, para la economía de la Unión, sus ciudadanos y sus empresas. Para ello contribuirá a:

- a) mejorar el funcionamiento del mercado interior, en particular con un nivel sólido, efectivo y coherente de regulación y supervisión;
- b) velar por la integridad, la transparencia, la eficiencia y el correcto funcionamiento de los mercados financieros;
- c) reforzar la coordinación de la supervisión internacional;

²⁸⁸ Diario Oficial de la Unión Europea N° L 331, de 15 de diciembre de 2010

- d) evitar el arbitraje regulatorio y promover la igualdad de condiciones de competencia;
- e) garantizar que los riesgos de crédito y otro tipo están regulados y supervisados de la forma adecuada, y
- f) reforzar la protección del consumidor.

En el ejercicio de las funciones que le han sido atribuidas, la Autoridad prestará especial atención a todo riesgo sistémico potencial planteado por las entidades financieras, cuya quiebra o mal funcionamiento pueda socavar el funcionamiento del sistema financiero o de la economía real. Estas funciones son:

- a) contribuir al establecimiento de normas y prácticas reguladoras y de supervisión comunes de alta calidad, en particular emitiendo dictámenes dirigidos a las instituciones de la Unión y elaborando directrices, recomendaciones y proyectos de normas técnicas de regulación y de ejecución que se basarán en los actos legislativos mencionados en el artículo 1, apartado 2;
- b) contribuir a la aplicación coherente de los actos jurídicamente vinculantes de la Unión, en particular contribuyendo a la instauración de una cultura de supervisión común, velando por la aplicación coherente, eficaz y efectiva de la normativa comunitaria en materia de supervisión bancaria, evitando el arbitraje regulatorio, mediando y resolviendo diferencias entre autoridades competentes, garantizando una supervisión eficaz y coherente de las entidades financieras, así como asegurando un funcionamiento coherente de los colegios de supervisores y adoptando, entre otras, medidas en las situaciones de emergencia;
- c) estimular y facilitar la delegación de funciones y responsabilidades entre autoridades competentes;
- d) cooperar estrechamente con la JERS, en particular proporcionándole la información necesaria para el desempeño de sus funciones y asegurando un seguimiento adecuado de sus alertas y recomendaciones;
- e) organizar y llevar a cabo evaluaciones inter pares de las autoridades competentes, incluida la formulación de directrices y recomendaciones y la determinación de las mejores prácticas, a fin de reforzar la coherencia de los resultados de la supervisión;

- f) supervisar y evaluar la evolución del mercado en su ámbito de competencia, incluidas, cuando procede, las tendencias del crédito, en particular a hogares y PYME;
- g) realizar análisis económicos de los mercados para sustentar el desempeño de las funciones que le incumben;
- h) promover la protección de los depositantes e inversores;
- i) contribuir al funcionamiento consecuente y coherente de los colegios de supervisores, la gestión, evaluación y medición del riesgo sistémico, la elaboración y coordinación de planes de rescate y resolución, ofrecer un elevado nivel de protección a depositantes e inversores en toda la Unión y elaborar métodos para la resolución de las entidades financieras en quiebra y una evaluación de la necesidad de instrumentos de financiación adecuados;
- j) cumplir cualquier otra de las funciones específicas previstas en el Reglamento por el que se creó o en otros actos legislativos;
- k) publicar en su sitio Internet y actualizar periódicamente la información relativa a su sector de actividad, en particular en el ámbito de sus competencias, sobre las entidades financieras registradas, con objeto de garantizar que la información sea fácilmente accesible al público;
- l) asumir, cuando corresponda, todas las funciones vigentes y actuales del Comité de Supervisores Bancarios Europeos (CSBE).

Para llevar a cabo sus funciones, la Autoridad Bancaria Europea podrá elaborar proyectos de normas técnicas, emitir directrices y recomendaciones y adoptar decisiones individuales dirigidas a las autoridades competentes. También podrá formular advertencias en caso de que una entidad financiera plantee una amenaza grave y podrá prohibir o restringir temporalmente determinadas actividades financieras que amenacen el funcionamiento correcto y la integridad de los mercados financieros o la estabilidad de la totalidad o de parte del sistema financiero de la Unión Europea. En caso de situaciones de emergencia, la Autoridad coordinará las actuaciones de los supervisores nacionales. Además, la Autoridad elaborará un régimen adecuado de pruebas de solvencia para ayudar a identificar a las entidades que puedan plantear un riesgo sistémico. Dichas entidades serán objeto de una supervisión reforzada y, en caso necesario, se les aplicarán los procedimientos de rescate y resolución. También, a petición de una o más autoridades competentes, del Parlamento Europeo, del Consejo o

de la Comisión, o por iniciativa propia, podrá realizar una investigación sobre un tipo particular de entidad bancaria, o sobre un tipo de producto, o sobre un tipo de conducta de una o varias entidades crediticia, con el fin de evaluar las posibles amenazas para la estabilidad del sistema financiero y realizar las recomendaciones de actuación apropiadas a las autoridades competentes pertinentes.

En el ejercicio de sus funciones, la Autoridad Bancaria Europea realizó, en el otoño de 2011, una evaluación de las necesidades de capital de los bancos de la zona euro.

Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación

La Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación se estableció mediante el *Reglamento (UE) N° 1094/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación), se modifica la Decisión no 716/2009/CE y se deroga la Decisión 2009/79/CE de la Comisión*²⁸⁹. Su ámbito de actuación se centra en las empresas de seguros, las empresas de reaseguros, los fondos de pensiones de empleo y los intermediarios de seguros y sus objetivos son:

- a) mejorar el funcionamiento del mercado interior, en particular con un nivel sólido, efectivo y coherente de regulación y supervisión;
- b) velar por la integridad, la transparencia, la eficiencia y el correcto funcionamiento de los mercados financieros;
- c) reforzar la coordinación de la supervisión internacional;
- d) evitar el arbitraje regulatorio y promover la igualdad de condiciones de competencia;
- e) garantizar que los riesgos relativos a actividades de seguro, reaseguro y pensiones de jubilación están regulados y supervisados de la forma adecuada, y
- f) reforzar la protección del consumidor.

La Autoridad prestará especial atención a todo riesgo sistémico potencial planteado por las entidades financieras, cuya quiebra o mal funcionamiento pueda

²⁸⁹ Diario Oficial de la Unión Europea N° L 331, de 15 de diciembre de 2010

socavar el funcionamiento del sistema financiero o de la economía real. Sus funciones se centran en:

- a) contribuir al establecimiento de normas y prácticas reguladoras y de supervisión comunes de alta calidad, en particular emitiendo dictámenes dirigidos a las instituciones de la Unión y elaborando directrices, recomendaciones y proyectos de normas técnicas de regulación y de ejecución;
- b) contribuir a la aplicación coherente de los actos jurídicamente vinculantes de la Unión, en particular contribuyendo a la instauración de una cultura de supervisión común, velando por la aplicación coherente, eficaz y efectiva de las normas comunitarias en materia de supervisión, evitando el arbitraje regulatorio, mediando y resolviendo diferencias entre autoridades competentes, garantizando una supervisión eficaz y coherente de las entidades financieras, así como asegurando un funcionamiento coherente de los colegios de supervisores y adoptando, entre otras, medidas en las situaciones de emergencia;
- c) estimular y facilitar la delegación de funciones y responsabilidades entre autoridades competentes;
- d) cooperar estrechamente con la JERS, en particular proporcionándole la información necesaria para el desempeño de sus funciones y asegurando un seguimiento adecuado de sus alertas y recomendaciones;
- e) organizar y llevar a cabo evaluaciones inter pares de las autoridades competentes, incluida la formulación de directrices y recomendaciones y la determinación de las mejores prácticas, a fin de reforzar la coherencia de los resultados de la supervisión;
- f) supervisar y evaluar la evolución del mercado en su ámbito de competencia;
- g) realizar análisis económicos de los mercados para sustentar el desempeño de las funciones que le incumben;
- h) promover la protección de los titulares de pólizas de seguros, participantes en planes de pensiones y beneficiarios;
- i) contribuir al funcionamiento consecuente y coherente de los colegios de supervisores, la gestión, evaluación y medición del riesgo sistémico, la elaboración y coordinación de planes de rescate y resolución, ofrecer un elevado nivel de protección a titulares de pólizas de seguros y beneficiarios en toda la Unión;

- j) cumplir cualquier otra de las funciones específicas previstas en el presente Reglamento o en otros actos legislativos;
- k) publicar en su sitio Internet y actualizar periódicamente la información relativa a su sector de actividad, en particular en el ámbito de sus competencias, sobre las entidades financieras registradas, con objeto de garantizar que la información sea fácilmente accesible al público;
- l) asumir, cuando corresponda, todas las funciones vigentes y actuales del Comité Europeo de Supervisores de Seguros y de Pensiones de Jubilación (CESSPJ).

Para poder desempeñar estas funciones, la Autoridad tiene las mismas competencias que la Autoridad Bancaria Europea.

Autoridad Europea de Valores y Mercados

La Autoridad Europea de Valores y Mercados se instauró a través del *Reglamento (UE) N° 1095/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Valores y Mercados), se modifica la Decisión no 716/2009/CE y se deroga la Decisión 2009/77/CE de la Comisión*²⁹⁰. Su ámbito de actuación incluye a las sociedades que ofrecen servicios de inversión o a los organismos de inversión colectiva que comercialicen sus participaciones y a las autoridades competentes que las supervisan. Sus objetivos son:

- a) mejorar el funcionamiento del mercado interior, en particular con un nivel sólido, efectivo y coherente de regulación y supervisión;
- b) velar por la integridad, la transparencia, la eficiencia y el correcto funcionamiento de los mercados financieros;
- c) reforzar la coordinación de la supervisión internacional;
- d) evitar el arbitraje regulatorio y promover la igualdad de condiciones entre los participantes;
- e) garantizar que los riesgos de inversión y otro tipo están regulados y supervisados de la forma adecuada, y
- f) reforzar la protección del consumidor.

²⁹⁰ Diario Oficial de la Unión Europea N° L 331, de 15 de diciembre de 2010

Sus funciones y competencias son las mismas que las de la Autoridad Bancaria Europea y la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación.

Comité Mixto de las Autoridades Europeas de Supervisión

El Comité Mixto de las Autoridades Europeas de Supervisión se creó a partir del artículo 54 del Reglamento por el que nació la Autoridad Bancaria Europea y de artículos con el mismo contenido incluidos también en los Reglamentos de creación de la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación y de la Autoridad Europea de Valores y Mercados. El Comité funcionará como un foro en el que las autoridades europeas de supervisión cooperarán de forma regular y estrecha y asegurará la coherencia intersectorial en lo referente a:

- los conglomerados financieros,
- los servicios de contabilidad y auditoría,
- los análisis microprudenciales de las evoluciones, los riesgos y los puntos vulnerables para la estabilidad financiera de ámbito intersectorial,
- los productos de inversión minorista,
- las medidas contra el blanqueo de dinero, y
- el intercambio de información con la Junta Europea de Riesgo Sistémico y el desarrollo de las relaciones entre ésta y las autoridades europeas de supervisión.

Mediante la *Directiva 2010/78/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 24 de noviembre de 2010 por la que se modifican las Directivas 98/26/CE, 2002/87/CE, 2003/6/CE, 2003/41/CE, 2003/71/CE, 2004/39/CE, 2004/109/CE, 2005/60/CE, 2006/48/CE, 2006/49/CE y 2009/65/CE en relación con las facultades de la Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Bancaria Europea), la Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación) y la Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Valores y Mercados)*²⁹¹, se completó el marco de actuación de las autoridades europeas de supervisión, al determinar los ámbitos en los que pueden elaborar normas técnicas, los casos en que entran en funcionamiento los mecanismos para resolver las diferencias entre autoridades

²⁹¹ Diario Oficial de la Unión Europea Nº L 331, de 15 de diciembre de 2010

nacionales competentes y las garantías para una cooperación efectiva de las autoridades nacionales en la transmisión de información.

8. Lo que queda por hacer

En conjunto, todas estas decisiones suponen pasos adelante para mejorar el sistema de supervisión financiera de la Unión Europea. Quizá lo más importante de todo sea el reconocimiento de la necesidad de contar tanto con una supervisión macroprudencial, de la que se encargará la Junta Europea de Riesgo Sistémico, como de una supervisión microprudencial, que será responsabilidad conjunta de las autoridades europeas de supervisión y de las instituciones nacionales. En este sentido, la creación de la Junta de Riesgo Sistémico es un elemento fundamental, ya que velará por la estabilidad a escala europea del conjunto del sector financiero, algo esencial en una unión monetaria en la que la integración financiera, a través de la libertad de movimientos de capitales, es una realidad. De la misma forma, cabe valorar como positivos los esfuerzos para mejorar la coordinación de las autoridades nacionales de supervisión, en especial en lo referente a la transmisión de información; para armonizar la normativa comunitaria en materia de supervisión y para modernizar el contenido de la misma con el fin de adaptarlo a la evolución constante de los mercados y productos financieros. Sin embargo, el hecho de que las autoridades europeas de supervisión no tengan capacidad para imponer sus dictámenes, recomendaciones y decisiones a las autoridades nacionales siembra dudas sobre la capacidad del sistema para actuar de manera eficiente en tiempos de crisis. Lo necesario hubiera sido trasladar las competencias en materia de supervisión al nivel europeo pero, tal y como señaló la Comisión Europea, la falta de consenso al respecto lo impidió. Una segunda debilidad se refiere a la supervisión de las entidades de carácter supranacional. Aunque la nueva normativa introduce el concepto de sucursal significativa, que implica el sometimiento a una supervisión adicional, lo lógico hubiera sido que las entidades de ámbito europeo, o que formen parte de un grupo de carácter europeo y no nacional, fueran supervisadas por instituciones europeas. Esa competencia, sin embargo, sigue en manos de las autoridades nacionales. Por último, como advierte Sapir,

There has been recognition that Europe's banking regulatory and supervisory architecture is deficient, and some progress was already achieved in January

2011 with the creation of the European Systemic Risk Board (ESRB) and the transformation of the Committee of European Banking Supervisors (CEBS) into the European Banking Authority (EBA). But these are EU rather than eurozone bodies, only meant to safeguard the financial integration logic of the single market by making sure that national supervision operates according to common EU rules. These new bodies are not designed to address the more ambitious common financial supervision and resolution logic that the common currency requires²⁹².

En cuanto a la gestión de crisis de entidades crediticias o del sistema financiero, se produjeron avances mediante la creación del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera y el Mecanismo Europeo de Estabilidad, los cuales se estudiarán con más profundidad en el capítulo dedicado a la integración fiscal porque sus competencias afectan, en esencia, a los presupuestos nacionales. Aquí nos limitaremos a señalar las carencias desde el punto de vista estrictamente de la gestión de crisis bancarias.

La teoría sobre las instituciones de una unión monetaria nunca contempló la necesidad de dotarlas de mecanismos de gestión de crisis, más allá de la cuestión de si el banco central de la unión monetaria debería o no actuar como prestamista de último recurso. Ello obedece a dos factores. En primer lugar, las bases de dicha teoría, que forma parte de la teoría de las áreas monetarias óptimas, se sentaron a mediados de la década de los 70. Por entonces nadie podía imaginar que la libertad de movimientos de capitales y, por consiguiente, la globalización financiera iban a ser una realidad tan solo dos décadas después. En consecuencia, sus autores nunca tuvieron en cuenta dos elementos. El primero de ellos es la posibilidad de la existencia de riesgos sistémicos de carácter supranacional que puedan afectar al conjunto de la unión monetaria a través de la integración de los mercados financieros. El segundo, relacionado con ello, es la posibilidad de que se produzcan crisis financieras de carácter global o, al menos, que afecten al conjunto de la unión monetaria. La última crisis de esta naturaleza que se produjo antes de que llegaran las crisis financieras relacionadas con la globalización fue la que desencadenó el crack de la Bolsa de Nueva York en octubre de 1929. Desde entonces no hubo más crisis globales, hasta la década de los 90, debido a las restricciones que se introdujeron a la libertad de movimientos de capitales. En

²⁹² Op. cit., 617

consecuencia, en el mundo de la década de los 70, en el que seguía reinando la restricción a los movimientos de capitales y en el que todavía no se habían desarrollado las tecnologías de las comunicaciones y la información, que proporcionaron el soporte físico necesario para la globalización financiera, los estudiosos de la integración monetaria permanecían completamente ajenos a la posibilidad de que se pudieran producir crisis financieras que afectaran al conjunto de la unión monetaria, en vez de quedar circunscritas a uno o varios estados miembros.

Cuando llegó la revitalización de la teoría de las áreas monetarias óptimas, a partir de la década de los 90 y a raíz de la firma del Tratado de Maastricht, que contenía todas las disposiciones relativas a la Unión Monetaria Europea, los estudios se centraron en los beneficios potenciales para un país que se adhiriera a una unión monetaria y apenas trataron la cuestión de las instituciones, dando por sentado que el diseño institucional de la Unión Monetaria Europea que contenía el Tratado de Maastricht era el óptimo. A lo más que llegaron fue a analizar el Pacto de Estabilidad y Crecimiento y la conveniencia de que las autoridades nacionales de supervisión se coordinaran para actuar como si fueran un cuerpo único de supervisión. En este último caso, los estudios procedían de personas como Padoa-Schioppa, vinculadas de una u otra forma con las instituciones comunitarias, o se trataba de informes encargados por las mismas, que, en la formulación de sus propuestas, se adaptaron a la realidad de la Unión Monetaria Europea, en el sentido de que sus sugerencias implicasen el menor grado posible de transferencia de soberanía a las autoridades comunitarias, con el fin de pudieran ser aceptadas.

Por otra parte, entonces nadie fue capaz de prever que, de la misma forma que, a partir de mediados de la década de los 90 empezaron a aparecer crisis financieras globales, también se podría producir, en el marco de la Unión Monetaria Europea, una crisis que afectara al conjunto de la misma, a través de las relaciones entre sistemas financieros que surgieron a raíz de la integración financiera y la liberalización de los movimientos de capitales. En consecuencia, y como resultado de todo ello, en la zona euro no se crearon mecanismos como el Liquiditäts-Konsortialbank para la gestión de crisis financieras que pudieran actuar al nivel de la unión. La necesidad de una institución como esa se hizo patente cuando la Unión Monetaria Europea internalizó la crisis financiera internacional. Sin embargo, la respuesta que han dado las autoridades comunitarias al respecto ha sido tardía e incompleta. Tardía porque el Fondo Europeo

de Estabilidad Financiera y el Mecanismo Europeo de Estabilidad no se han creado hasta transcurridos unos años del inicio de la crisis. Incompleta porque estas instituciones solo facilitan ayudas, mediante préstamos, a los países que necesiten sanear y reestructurar sus sistemas financieros, en lugar de promover acciones en este sentido a escala de la unión que incluyan soluciones de mercado, lo cual sería lo lógico si tenemos en cuenta que la Unión Monetaria Europea se asienta sobre un Mercado Único, sobre la integración financiera y sobre la libertad de movimientos de capitales. Alemania, de hecho, propuso en 2010 extender las actividades del Liquiditäts-Konsortialbank al conjunto de la Unión Monetaria Europea y que participaran en su capital los principales bancos de la zona euro, no solo los alemanes. Los demás estados miembros, sin embargo, rechazaron esta propuesta porque suponía perder el control que ejercían sobre sus respectivos sistemas bancarios.

Lo mismo sucede con la supervisión del sistema financiero. A pesar de que, como hemos visto, la integración monetaria y la libertad de movimientos de capitales da lugar a la aparición de un trilema financiero, según el cual es incompatible la estabilidad financiera del conjunto de la unión monetaria con el mantenimiento de la supervisión a nivel nacional cuando las actividades de los bancos de la unión son supranacionales, la reforma de los mecanismos de supervisión sigue dejando los principales poderes en la materia en manos de las autoridades nacionales porque es la forma en que los gobiernos de los estados miembros pueden seguir teniendo un cierto control sobre los sistemas bancarios de sus respectivos países.

Como resultado de todo ello, aunque la realidad ha puesto de manifiesto que el entramado institucional de la Unión Monetaria Europea debería completarse con instituciones de supervisión comunitarias y con una institución capaz de gestionar crisis financieras, la tendencia histórica de ceder la menor soberanía posible a las autoridades comunitarias sigue predominado. En consecuencia, los pasos que se han dado en esa dirección siguen sin ser suficientes para garantizar un funcionamiento óptimo de la zona euro en tiempos de crisis.

En cuanto al Sistema Europeo de Bancos Centrales y al Banco Central Europeo, debería abrirse un proceso de reforma de su funcionamiento en tiempos de crisis. El propio BCE ha aprendido de la experiencia en relación con las burbujas en los precios de los activos y ha asumido que debe tenerlos en la articulación de su política

monetaria. Según señala la propia entidad en su boletín mensual correspondiente a noviembre de 2010,

Si bien la identificación de estas burbujas no es tarea fácil, la investigación reciente sugiere que los indicadores de dinero y crédito pueden ayudar a predecir los ciclos alcistas y bajistas del precio de los activos, por lo que es fundamental que los bancos centrales realicen un estrecho seguimiento de estas variables de forma periódica.

La estrategia de política monetaria del BCE orientada hacia la estabilidad contiene elementos del enfoque de «intervenir en contra de la tendencia». En particular, el papel destacado asignado al análisis monetario dentro de esta estrategia asegura que las condiciones de dinero, crédito y liquidez, empíricamente asociadas a la evolución de los precios de los activos, se tengan debidamente en cuenta en la ejecución de la política monetaria. El análisis monetario proporciona un valioso marco para el análisis de los riesgos a largo plazo para la estabilidad de precios, como los que se deriven de los ciclos alcistas y bajistas del precio de los activos²⁹³.

Ahora bien, de la misma forma que el BCE ha asumido la necesidad de vigilar el precio de los activos y actuar contra la tendencia para impedir la formación de burbujas, debería haber hecho lo mismo en cuanto a las actuaciones del Sistema Europeo de Bancos Centrales si aprecia que, en uno o varios estados miembros de la Unión Monetaria Europea, hay señales de que puede estar teniendo lugar una burbuja. En este sentido, el SEBC necesita de mecanismos para, una vez detectada la burbuja, forzar al banco central del país donde se está produciendo a que utilice los mecanismos de que dispone para frenarla, en vez de permanecer impasible ante los acontecimientos, como ha sucedido en los casos de las burbujas inmobiliarias de Irlanda y España, en las que nadie le dijo ni al Banco Central de Irlanda ni al Banco de España que actuaran para buscar un ‘aterrizaje suave’.

Además, la crisis ha enseñado que, al final, digan lo que digan los tratados europeos, si una crisis financiera supone una amenaza real para la estabilidad financiera y la continuidad de la Unión Monetaria Europea el Banco Central Europeo debe

²⁹³ Banco Central Europeo (2010b), p. 77

emplear todos los medios a su alcance para contribuir a la estabilización de la zona euro. Por ello, el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea debería modificarse con el fin de dotar al BCE de la flexibilidad necesaria para adoptar medidas extraordinarias y ampliar la lista de activos elegibles como garantía, con el fin de poder actuar con la mayor rapidez posible antes los acontecimientos que puedan surgir. El sistema establecido por el Tratado de autorización conjunta por parte del Consejo y del Parlamento Europeo para que el BCE pueda adoptar este tipo de medidas se ha mostrado como un obstáculo para la resolución de la crisis, ya que la decisión política de tomar dichas medidas llegó mucho más tarde de lo que exigen las circunstancias. En este sentido, el BCE debería tener un grado mayor de independencia para actuar en tiempos de crisis, con las medidas que puedan resultar necesarias, sin olvidar en el momento de su articulación que el objetivo del Banco es mantener la estabilidad de precios en la zona euro. Como se ha visto a lo largo de la crisis, es posible combinar ambos aspectos en una estrategia para evitar la desestabilización financiera de la Unión Monetaria Europea.

7. Integración financiera

Uno de los elementos fundamentales para el buen funcionamiento de una unión monetaria es la integración de los mercados financieros, entendidos tanto como los mercados nacionales como los mercados de los distintos productos y servicios, de forma que los impulsos de la política monetaria de la unión se transmitan por igual a todos los estados miembros, se facilite la financiación de los déficit de balanza de pagos y se permita la diversificación de riesgos. Para detectar las carencias institucionales de la Unión Monetaria Europea en este ámbito se analizará el grado de integración alcanzado por los mercados financieros en su seno y se efectuará también la comparación con el caso de Estados Unidos.

¿Qué se entiende por integración financiera, o de los mercados financieros o de capitales? Según Baele, Ferrando, Hördahl, Krylova y Monnet, se puede decir que el mercado para un conjunto dado de instrumentos y/o servicios financieros se encuentra plenamente integrado si

*all potential market participants with the same relevant characteristics (1) face a single set of rules when they decide to deal with those financial instruments and/or services; (2) have equal access to the above-mentioned set of financial instruments and/or services; and (3) are treated equally when they are active in the market*²⁹⁴.

Para Faruquee, una definición mejor y más operativa sería contemplar la integración financiera como un proceso multidimensional en el cual

*a system of financial markets becomes more closely interrelated over time in terms of its (1) market organization and infrastructure, (2) rules and regulations, and (3) pricing, transactions and market practices*²⁹⁵.

²⁹⁴ Baele, Ferrando, Hördahl, Krylova y Monnet (2004), p. 6

²⁹⁵ Faruquee (2007), p. 20

De estas definiciones se desprenden ya las características que debe tener un mercado financiero integrado:

- Un conjunto de reglas y regulaciones comunes.
- Libertad de movimientos de capitales.
- Un principio de no discriminación en cuanto al acceso a los instrumentos y servicios financieros y a la capacidad de operar en los mercados.
- Una organización, una infraestructura comunes y unas normas comunes.
- Precios y prácticas de mercado similares.

La Unión Monetaria Europea ha tratado de dotarse de estas características a través de la normativa para armonizar las legislaciones nacionales en materia de regulación de mercados y de supervisión del sistema financiero que se vio en el capítulo anterior, la *Directiva 88/361/CEE del Consejo, de 24 de junio de 1988, para la aplicación del artículo 67 del Tratado*²⁹⁶, más conocida como Directiva sobre la liberalización de los movimientos de capitales, y la aplicación de las tecnologías de la información y las comunicaciones para crear, de facto, una infraestructura y un mercado comunes.

1. Integración de los mercados monetarios

¿En qué medida la creación de la Unión Monetaria Europea ha venido acompañada de la integración de los mercados financieros de los países que participan en la misma? Según el Banco Central Europeo, la integración de los mercados financieros en la Unión Europea se encuentra mucho más avanzada en aquellas áreas que se encuentran más próximas a la política monetaria única²⁹⁷. Mongelli, por su parte, señala al respecto que los mercados monetarios se integraron casi de manera inmediata tras la introducción del euro, si bien la integración no ha progresado de forma uniforme en los diferentes segmentos del mercado, porque así como el mercado de depósitos sin garantías puede considerarse completamente integrado, el tramo de *repos*²⁹⁸ lo está mucho menos, mientras que la integración del mercado de bonos se inició bastante antes de que entrara en vigor la Unión Monetaria Europea, con lo que los diferenciales de tipos de la deuda

²⁹⁶ Diario Oficial de las Comunidades Europeas Nº L 178, de 8 de julio de 1988

²⁹⁷ Op. cit., p. 104

²⁹⁸ Venta de valores con pacto de recompra.

pública de los distintos países miembros de la zona euro han convergido entre sí de forma notable desde 1996²⁹⁹.

Lo fundamental de la integración de los mercados monetarios es si permite el impulso uniforme de los efectos de la política monetaria del Banco Central Europeo. En este sentido, la evidencia empírica parece positiva. Angeloni y Ehermann encuentran signos de una amplia integración bancaria en la zona euro puesto que, a partir de 1999, los cambios en los tipos de interés en los mercados monetarios se trasladan de forma más rápida y completa a los tipos de la banca y son crecientemente homogéneos:

Market interest rates have become more stable (except in Germany) and cohesive across borders. This could explain why the pass-through of money market rates to bank rates has increased (except in Germany). True, the post-hoc element here is weaker: market interest rates, in real and nominal terms, had already started to move differently in the pre-EMU period 1995–8. But the change strengthened, and became permanent, only after 1999. Cross-country real interest rate comovements within the euro area today mimic closely those observed among US regions. This suggests that also the interest rate channel, another important building block of the transmission process, has changed towards more homogeneity within the area, as one would expect³⁰⁰.

Desde esta óptica, el grado de integración de los mercados monetarios de la zona euro sería similar al de Estados Unidos por lo que a la transmisión de los impulsos de la política monetaria se refiere.

De Boldt estudia las estructuras de los distintos sistemas financieros que coexisten en la Unión Europea. Su análisis se centra en seis países –Alemania, Reino Unido, Francia, Italia, Holanda y Bélgica- y concluye que

Several potential differences in financial structure between countries exist³⁰¹.

Esas diferencias se refieren a la estructura de los intermediarios financieros, las regulaciones y los supervisores de los distintos tipos de mercados, la estructura de capital de los intermediarios financieros, las relaciones entre accionistas, gestores y

²⁹⁹ Mongelli (2005), p. 617

³⁰⁰ Angeloni y Ehermann (2003), p. 491

³⁰¹ De Boldt (2000), p. XI

acreedores y el periodo de maduración de los créditos. Peersman y Smets, sin embargo, restan importancia a esas diferencias en lo que a los mecanismos de transmisión monetaria se refiere, debido a que

A temporary rise in the nominal and real short-term interest rate tends to be followed by a real appreciation of the exchange rate and a temporary fall in output. Prices are more sluggish and only start to fall significantly below zero several quarters after GDP. These results are very similar to those obtained for the US economy³⁰².

En otras palabras, si los resultados son similares para la Unión Monetaria Europea y para Estados Unidos, cuyos mercados financieros están más integrados que los de la zona euro, entonces esas diferencias estructurales cuentan poco. No obstante, dicho análisis fue realizado en 2001, cuando la moneda única tenía apenas dos años de vida y en los mercados financieros aún no se había generalizado el empleo de la titulización como instrumento para la transferencia del riesgo crediticio, ni los bancos se habían vuelto más favorables a asumir riesgos. Por ello, en 2010 repitieron el análisis y su conclusión fue muy similar:

While individually important, all of these different changes are likely to have had offsetting effects on the overall transmission mechanism. In fact, available empirical evidence at the aggregate level suggests that the short to medium term dynamics of real output and inflation in response to monetary policy changes have not been fundamentally altered³⁰³.

Respecto a los tipos de interés de la deuda pública, Adjauté y Danthine publicaron en 2003 un trabajo relacionando aquellos con el grado de integración financiera. Teniendo en cuenta que en un mercado integrado se cumplen la ley del precio único y la de sustituibilidad entre bienes o entre activos de distintas áreas que formen parte de ese mercado único, entonces la integración financiera en la zona euro, con una política monetaria común y con las exigencias establecidas en el Tratado de Maastricht y en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento respecto a que los estados miembros mantengan saneadas sus finanzas públicas, debe dar lugar a la convergencia de los tipos de interés de la deuda pública y, por tanto, a la práctica desaparición de las

³⁰² Peersman y Smets (2001), p. 27

³⁰³ Peersman y Smets (2010), p. 85

primas de riesgo. Pues bien, según estos autores, aunque las condiciones macroeconómicas en la zona euro puedan cambiar y la integración financiera no implique necesariamente que los tipos de interés tengan que mantenerse bajos,

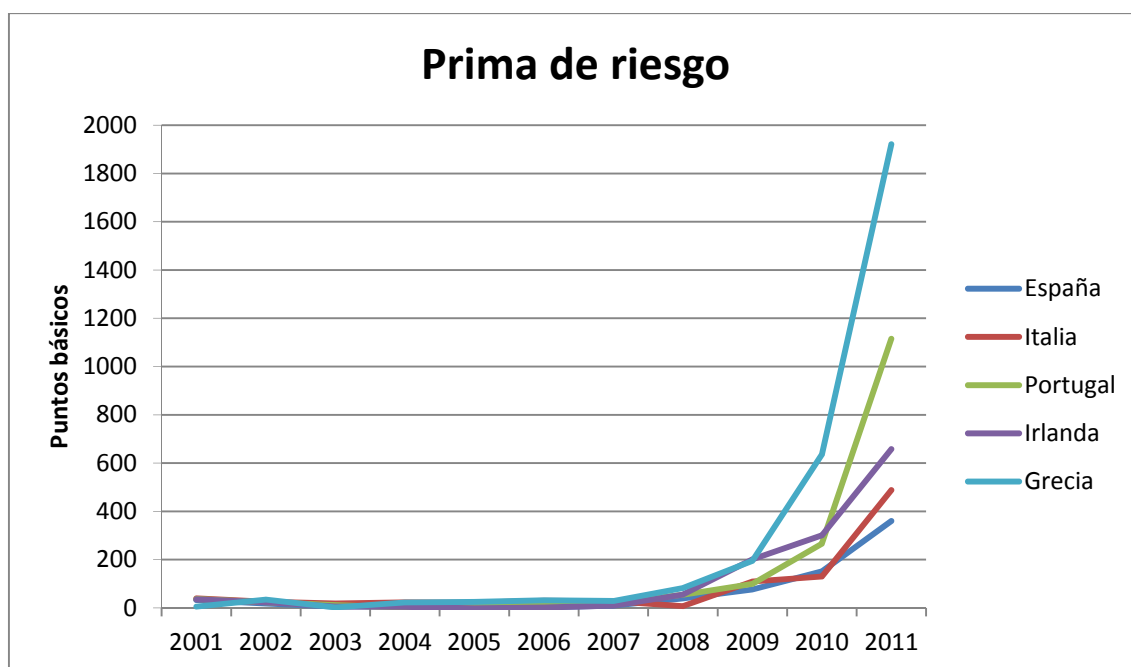
*theory suggests that lower spreads relative to the benchmark and lower interest rate volatility are structural improvements on which governments may count in the future. This implies that for most public authorities refinancing conditions have permanently improved*³⁰⁴.

Por supuesto, al realizar el comentario final ambos no contaban con que pudiera llegar a producirse una situación como la crisis financiera internacional y la propia de la Unión Monetaria Europea. En su opinión, expresada antes de que estallara la crisis, los factores nacionales que podían explicar los diferenciales en los tipos de interés estaban dominados por aquellos asociados con las industrias o sectores concretos. Sin embargo, durante la crisis de la Unión Monetaria, están condicionados por las situaciones presupuestarias y de deuda pública de cada país. Tal y como señala el BCE,

*En el cuarto trimestre del 2008, las perspectivas de crecimiento económico se deterioraron y, como resultado, las perspectivas presupuestarias empeoraron rápidamente en todos los países de la zona del euro, reflejando el impacto de los estabilizadores automáticos, la contracción de los ingresos, el crecimiento subyacente del gasto y los planes discrecionales de estímulo fiscal adoptados en algunos países, así como el aumento de las ratios de deuda en relación con el PIB. Como consecuencia, varios países de la zona del euro registraron déficit presupuestarios por encima del valor de referencia del 3% del PIB. Así pues, las perspectivas fiscales de cada país podrían haber llevado a los inversores a diferenciar en mayor medida entre los distintos prestatarios, exigiendo primas de riesgo más elevadas a los países que, a su juicio, eran especialmente vulnerables*³⁰⁵.

³⁰⁴ Adjauté y Danthine (2003), pp. 53-54

³⁰⁵ Banco Central Europeo (2009), p. 77



Fuente: Banco de España

El gráfico anterior, que recoge la evolución de la prima de riesgo de la deuda pública a diez años de España, Italia, Portugal, Irlanda y Grecia en relación con Alemania, muestra, en efecto, que hasta 2008, las primas de riesgo de los principales países protagonistas de la misma no sólo eran casi idénticas, sino que también eran prácticamente nulas. Es decir, que antes de la crisis de la zona euro se estaba cumpliendo la ley del precio único, debido al alto grado de integración de los mercados europeos de deuda pública, y que, a partir de que se desencadenara la crisis de la Unión Monetaria Europea, en 2008, volvieron a contar de nuevo los factores nacionales en la determinación de los tipos de interés y de la prima de riesgo.

2. Integración de los mercados nacionales

A pesar de que la integración de los mercados financieros facilita las inversiones transfronterizas y reduce el coste de la diversificación internacional de las carteras de inversión, Adjauté y Danthine notan que

While there are clear signs of this happening, it still is the case that European investors remain home biased³⁰⁶.

³⁰⁶ Op. cit., p. 55

Es decir, que aunque los distintos mercados de productos están integrados, los inversores prefieren colocar su dinero en activos de su país de origen, lo que sugiere un menor grado de integración de los mercados nacionales.

Al analizar la integración de los mercados monetarios en la zona euro, Bernhardsen y Ejerskov³⁰⁷ llegan a tres conclusiones. En primer lugar, los mercados monetarios del euro se caracterizan por un alto grado de eficiencia e integración, tanto en el mercado primario como en el secundario. En segundo lugar, los mercados monetarios están reforzando su estructura implícita de dos ramas, con una formada por grandes operadores bancarios especializados en la participación en el mercado primario y en acuerdos transfronterizos y una segunda rama de bancos más pequeños con negocios esencialmente locales. En tercer lugar, las estructuras de mercado todavía mantienen ciertas heterogeneidades nacionales, en especial en el mercado de repos, que impiden su integración completa.

Galati y Tsatsaronis muestran que, de hecho, la integración de los distintos mercados nacionales no ha avanzado a un ritmo uniforme. Según su análisis, el euro ha impulsado la profundización de muchos mercados financieros mediante la reducción de los obstáculos a las transacciones transfronterizas. Como resultado de ello, han emergido mercados pan europeos de depósitos interbancarios y de bonos corporativos, los cuales son instrumentos para facilitar liquidez y financiación a las empresas en la zona euro. Los gestores de activos han aprovechado estas mejores oportunidades para conseguir mejores relaciones entre rentabilidad y riesgo a través de estrategias de inversión con perspectivas pan europeas. Las primas de riesgo de los mercados de activos reflejan esta tendencia. Las compañías europeas han sido capaces de captar fondos en los mercados de bonos y acciones a tipos bajos sin precedentes, reduciendo, de esta forma, el papel de los préstamos bancarios, su principal fuente de financiación en el pasado. Sin embargo,

these gains have been uneven across the spectrum of financial markets. Market segments where existing infrastructure was more flexible or more harmonized quickly blossomed to span the whole area and gain in liquidity and depth. By

³⁰⁷ Bernhardsen y Ejerskov (2005), p. 159

*contrast, those segments that rely on structures characterized by strong national idiosyncrasies have not experienced the same transformation*³⁰⁸.

Algo parecido sucede con la prestación de servicios financieros. Fonteyne destaca el papel que ha tenido la Segunda Directiva Bancaria, que entró en vigor en julio de 1993 y estableció los principios de armonización, reconocimiento mutuo de legislaciones (licencia única) y supervisión en el país de origen de la entidad, en la integración de los mercados bancarios. Pese a ello, y a su juicio, la UE todavía se encuentra muy lejos de alcanzar un mercado financiero único porque

*While capital flows are now virtually unimpeded, the cross-border provision of financial services can still be difficult. Perhaps, the most fundamental reason is that financial products are essentially legally binding contracts that reflect the legal system under which they are executed, and these systems differ deeply across countries*³⁰⁹.

En otras palabras, que lo que, en teoría son productos financieros similares y perfectamente intercambiables, en la práctica no lo son tanto debido a las diferencias en los sistemas legales nacionales que les afectan.

En relación con la banca comercial y minorista, Affinito y Piazza encuentran que existen barreras a la misma que se derivan de las diferencias lingüísticas y culturales, así como de los distintos marcos legales y supervisorios. Según su estudio,

this regional analysis may indeed help to understand better the role of the factors that are frequently mentioned as hindering integration in the EU retail banking markets, namely information asymmetries - originated by linguistic and cultural differences and by the underlying economic structure - and national supervision practices and corporate governance rules. Econometric results support the idea that different languages, an economic structure made of smaller firms and the weight of the government in the banking system favour, ceteris paribus, a more local character of a regional banking system. Broadly in line with these findings,

³⁰⁸ Galati y Tsatsaronis (2001), p. 33

³⁰⁹ Fonteyne (2007), p. 2

*the complementary exercise on cross-border branching shows that foreign banks tend to avoid regions where the average size of firms is small*³¹⁰.

Asimismo, Affinito y Farabullini estudian el grado de integración de la banca minorista a partir de la aplicación de la ley del precio único a los tipos de interés de este tipo de entidades y encuentran que

*markets are still segmented, because banking services are differentiated*³¹¹.

Por su parte, Adam, Jappelli, Menichini, Padula y Pagano estudian la industria europea de fondos de inversión. Su análisis revela que

*the share of equities that is managed by funds with an international investment strategy increased for the Euro area countries from December 1997 until June 2001. Moreover, the average increase for the Euro area countries is much stronger than for the remaining European Union countries*³¹².

3. Inversión directa, fusiones y adquisiciones

Otra forma de medir la integración financiera es a través de la inversión directa entre los países miembros de una unión monetaria, así como por medio de las operaciones supranacionales de fusiones y adquisiciones. En relación con la primera, Baldwin, DiNino, Fontagné, De Santis y Taglioni concluyen que:

- *The euro's pro-FDI*³¹³ *effect was much larger in manufacturing versus services. It is likely that the level of protection and barriers to entry in the service sector act as a strong deterrent to cross-border M&As*³¹⁴ *in services across countries. To the extent that the new 2006 services directive breaks down such barriers, it may trigger a new wave of cross border M&As within the EU.*

- *The euro's pro-FDI effect was much larger for deals within sectors as opposed to across sectors. Thus the euro facilitated cross-border M&As within the euro*

³¹⁰ Affinito y Piazza (2008), p. 16

³¹¹ Affinito y Farabullini (2009), p. 5

³¹² Adam, Jappelli, Menichini, Padula y Pagano (2002), p. 3

³¹³ Inversión directa extranjera, en sus siglas en inglés

³¹⁴ Fusiones y adquisiciones, en sus siglas en inglés

area, which aimed at restructuring capital within the same sector of activity, rather than boosting the formation of conglomerate activities between sectors.

- *The euro fostered domestic and cross-border M&A activity by both large and small firms, but its effect on small firms was biased towards cross-border activity.*
- *The euro's adoption promoted FDI from outside the euro area, but this effect was only about half as strong as the impact within the area.*
- *The 'bottomline' number – the overall pro-FDI effect – is not clear. Most authors find it is positive, but the estimates range from +15% for in-to-in flows and +7.5% for out-to-in, to +200% and +100%, respectively for the in-to-in and out-to-in flows³¹⁵.*

El Banco Central Europeo, por su parte, estima que los países de la zona euro, ya sea como receptores o como emisores de inversión, representaron el 57% de los flujos mundiales de inversión extranjera directa entre 2000 y 2005. Al mismo tiempo,

euro area residents held 34% and 44% of the world international equity and bond portfolios from 2001 to 2006. Given that euro area GDP is only about one-quarter the size of world GDP, these stylized facts suggest that the euro might have played an important role in these capital movements, particularly between euro area countries³¹⁶.

Además, sigue el BCE, el proceso de integración económica y financiera parece haber sido una especie de imán para la inversión directa extranjera, en particular en el sector manufacturero, mientras que se incrementa la cuota de los flujos de inversión entre los países de la zona euro sobre el total de la UE. Por ejemplo,

intra-euro area FDI flows as a share of total euro area FDI increased from 35% in 1999 to 45% in 2006. A positive trend can also be observed when looking at FDI stocks, as the intra-euro area FDI stock as a proportion of the total euro area FDI stock increased from almost 43% in 1999 to 45% in 2006³¹⁷.

³¹⁵ Baldwin, DiNino, Fontagné, De Santis y Taglioni (2008), p. 6

³¹⁶ BCE (2008), p. 92

³¹⁷ Op. cit., p. 93

Por lo que a las fusiones y adquisiciones transnacionales se refiere, el estudio del BCE destaca que

Intra-euro area cross-border M&As in the manufacturing sector as a share of total euro area cross-border manufacturing M&As have increased from 20% during the six years before EMU (1993-1998) to 35% in the six-year period after EMU (1999 to 2004). Also, manufacturing firms from Canada, Japan, Norway and the United States have increased their share of mergers with euro area firms. By contrast, when looking at services, the share of intra-euro area M&As declined from 37% to 27% over the same period, while other countries increased their share of M&As invested in euro area assets³¹⁸.

¿Qué influencia ha tenido el euro en estos resultados? De acuerdo con las estimaciones del Banco Central Europeo,

the euro has increased FDI across the euro area countries over and above the positive effects generated by the EU Single Market. Overall, it seems that the positive average effect of the euro on aggregate FDI flows within the euro area is about 15%, while the impact of the euro on FDI flows from outside the euro area to the euro area countries is about 7%. (...) Estimates suggest that on average the euro has increased intra-euro area cross-border M&A activity in manufacturing by about 160%. Moreover, the estimated effect of the euro on euro area M&As from non-euro to euro area countries corresponds to about an 80% increase. (...) As for services, the estimated impact of the euro on cross-border M&As seems marginal, suggesting that such activities may be negatively affected by the barriers to cross-border trade in services and product market regulations in the target country³¹⁹.

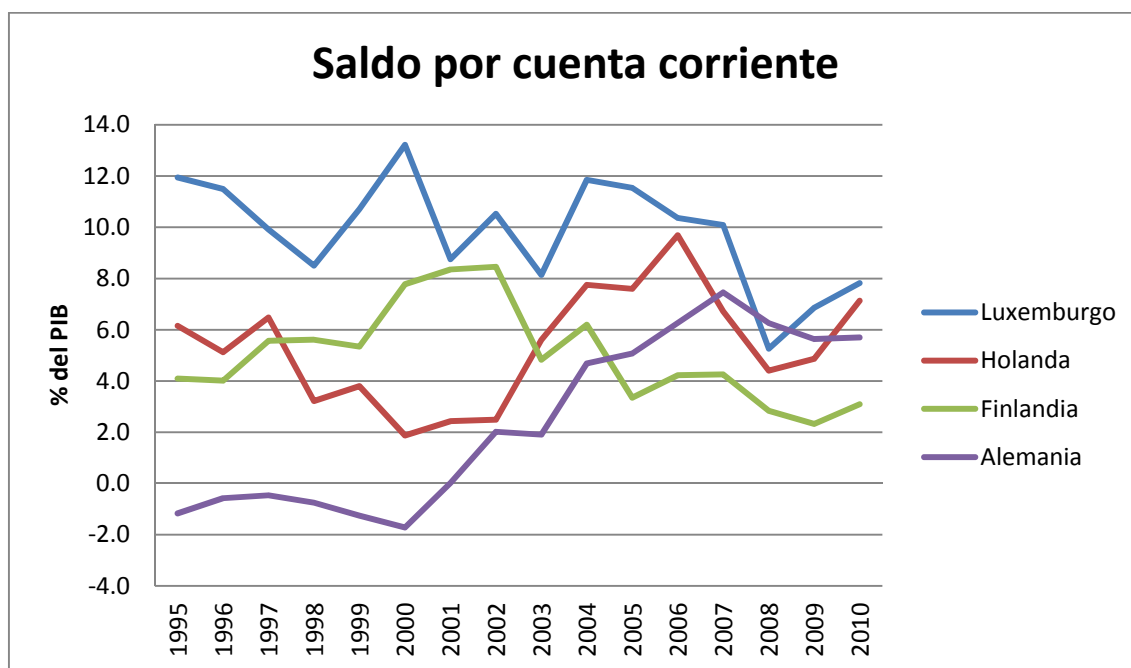
4. Integración y balanza de pagos

La integración de los mercados financieros en una unión monetaria es fundamental, también, para permitir la financiación de los déficit de balanza de pagos de los países miembros, al menos hasta que estos realicen los ajustes necesarios en sus economías

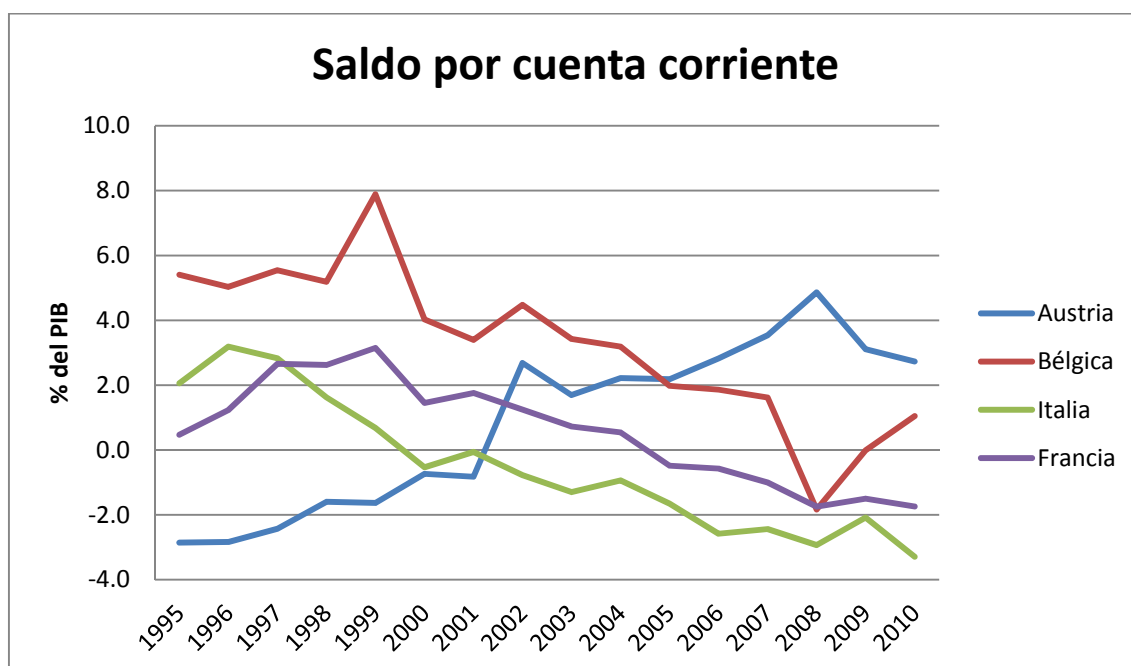
³¹⁸ Op. cit., p. 93

³¹⁹ Op. cit., p. 94

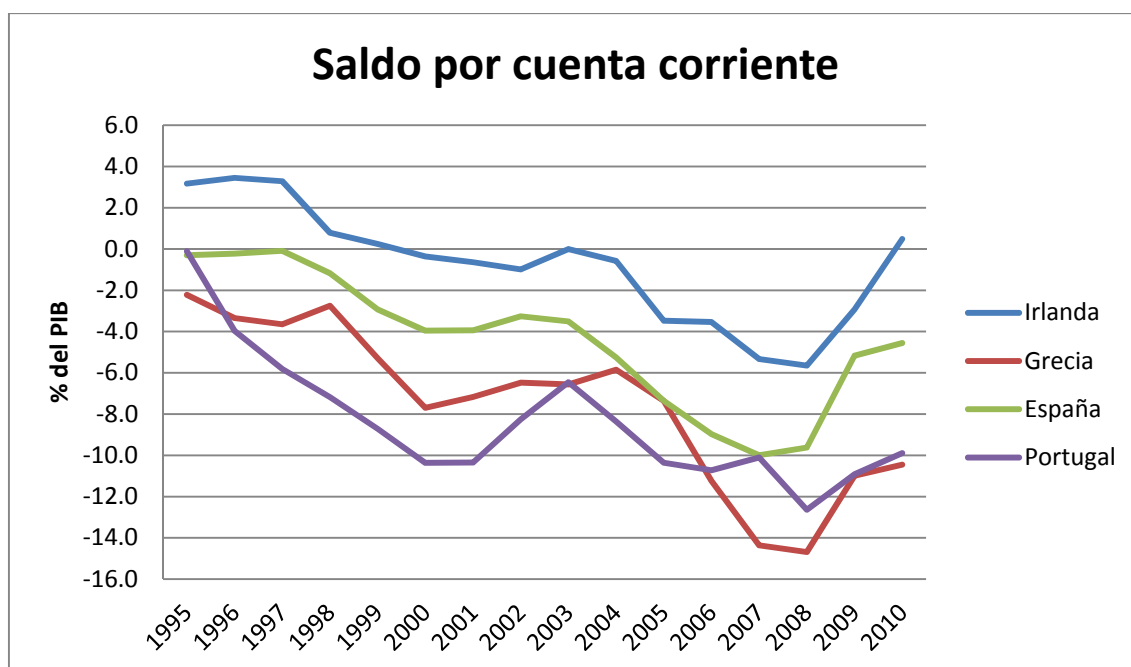
para resolver el problema, de acuerdo con el criterio de Allen e Ingram. Este punto cobra especial importancia en la Unión Monetaria Europea porque, desde su entrada en vigor, los déficit por cuenta corriente de varios estados miembros se han ampliado de forma significativa, poniendo en cuestión la sostenibilidad de la propia Unión Monetaria Europea. Los cuadros siguientes son muy ilustrativos al respecto:



Fuente: Fondo Monetario Internacional. World Economic Outlook. Octubre 2011



Fuente: Fondo Monetario Internacional. World Economic Outlook. Octubre 2011



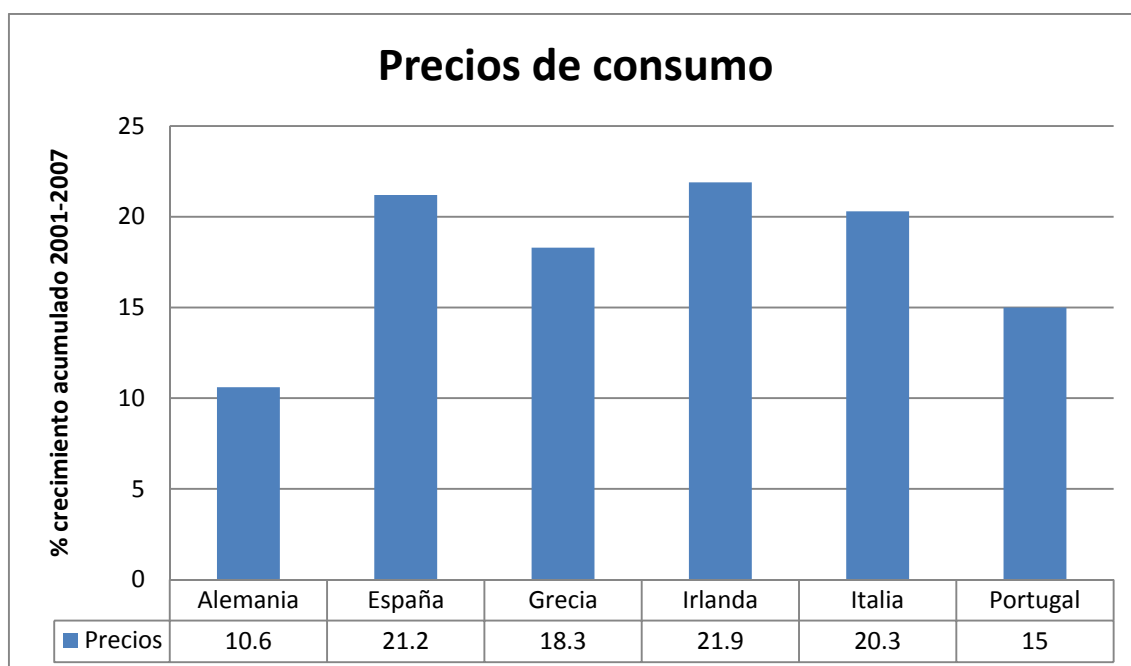
Fuente: Fondo Monetario Internacional. World Economic Outlook. Octubre 2011

Tal y como se puede apreciar en los gráficos, desde la entrada en vigor de la Unión Monetaria Europea, los saldos por cuenta corriente de Bélgica, Italia, Francia y, en especial, de España, Irlanda, Portugal y Grecia se han deteriorado, de forma considerable en estos últimos cuatro países. Este comportamiento contrasta con el de Holanda, Austria y, en particular, Alemania, donde, por el contrario, el superávit por cuenta corriente ha ido en aumento. Teniendo en cuenta que el comercio intra Unión Europea supone, por término medio, el 53,27% del total de comercio exterior de los países de la UE, según los datos de Eurostat³²⁰, y el 70,29% si se excluye el comercio de productos energéticos, se puede deducir que los fuertes excedentes de los países con superávit de balanza por cuenta corriente se obtienen, en gran medida, a costa del deterioro en la posición exterior de quienes registran elevados déficit por el mismo concepto. Dicho deterioro se refleja en los dos gráficos siguientes, que recogen la evolución de los costes salariales y de los precios de consumo.

³²⁰ 'External and intra-EU trade – a statistical year book'. Eurostat, 2012



Fuente: Elaboración propia a partir de OCDE y Eurostat



Fuente: Eurostat

Tal y como se desprende del análisis de los gráficos, el deterioro de la balanza por cuenta corriente de España, Italia, Grecia, Portugal e Irlanda es fruto de problemas de naturaleza macroeconómica reflejados en una evolución de los costes laborales y los precios de consumo considerablemente peor que Alemania, el país que más ha visto crecer su superávit por cuenta corriente. Más concretamente, entre 2000 y 2007, la tasa media de crecimiento de los salarios en Alemania ha sido del 2%, debido a la política

deflacionista que adoptó para recuperar competitividad. Dicha tasa es solo siete décimas superior al incremento medio de la productividad en dicho periodo. En cambio, esa misma diferencia entre el crecimiento medio de los salarios y el de la productividad en España fue de 4,2 puntos, en Grecia de 3,1, en Irlanda de cuatro puntos, en Italia de 2,7 y en Portugal de 2,5 puntos. En consecuencia, cuanto mayor sea el crecimiento salarial en relación con el de la productividad, más aumentarán los precios y se perderá más competitividad. De hecho, durante este periodo, los precios crecieron el 10,6% en Alemania, el 15% en Portugal, el 18,3% en Grecia, el 20,3 en Italia, el 21,2% en España y el 21,9% en Irlanda.

En el pasado, este deterioro de la capacidad para competir se compensaba con devaluaciones. En una unión monetaria, sin embargo, no es posible devaluar porque todos los países comparten la misma moneda, con lo que la pérdida de competitividad se traduce en mayores déficit de la balanza por cuenta corriente. Esto es lo que ha sucedido desde que entró en vigor la Unión Monetaria Europea.

¿Ha permitido la integración de los mercados de capitales la financiación de esos déficit por cuenta corriente? Para Schmitz y Von Hagen interpretan los desequilibrios exteriores anteriores como indicadores de flujos netos de capital entre los miembros de la zona euro. Según los resultados de su análisis,

*EMU has, for members of the monetary union, significantly increased the tendency of net capital flows to go from relatively rich to relatively poor countries within the euro area*³²¹.

Como se aprecia en los gráficos sobre los saldos por cuenta corriente, los países más pobres de la zona euro son también aquellos que mayores déficit exteriores han registrado y, por tanto, han podido financiarlos gracias a los mayores flujos de capitales procedentes de aquellos otros estados más ricos, los que tienen superávit en su balanza de pagos. Schmitz y Von Hagen interpretan estos resultados como una evidencia de la profundidad de la integración financiera en la Unión Monetaria Europea, la cual permite financiar los déficit por cuenta corriente, tal y como señalaron Allen e Ingram. Sin embargo, advierten,

³²¹ Schmitz y Von Hagen (2011), p. 1.694

*the development in the peripheral countries of the euro area also underline the fact that large capital inflows require prudent macroeconomic management*³²².

5. Diversificación de riesgos

La mayor parte de los estudios empíricos relacionados con la integración de los mercados financieros en la Unión Europea abordan la cuestión desde puntos de vista diversos pero complementarios. El denominador común de todos ellos es que el grado de integración financiera en el seno de la Unión Monetaria Europea es inferior al de Estados Unidos.

Una forma de medir el nivel de integración de los mercados financieros es a través del grado de aseguramiento frente a choques asimétricos que se produce a través de los mismos. Al realizar test cuantitativos, Backus, Kehoe y Kydland encuentran que, en general, los niveles de aseguramiento a través de los mercados son muy bajos, más de lo que la teoría sugiere, lo que indica un grado pequeño de integración financiera.

*We observe, for example, that poor but quickly growing countries borrow less from richer, more slowly growing countries than theory suggests*³²³.

Para Lane, en cambio, el grado de integración financiera en la zona euro es elevado. Sin embargo, este proceso hasta ahora ha tenido efectos muy reducidos en lo referente a la diversificación de riesgos:

*significant financial integration has clearly occurred across the euro area, bringing with it substantial gains in terms of lower risk premiums and improved allocation of financial capital. But from a macroeconomic point of view, the financial integration across the euro area has so far had only a very mild impact on cross-border consumption smoothing and risk diversification*³²⁴.

Sorensen y Yosha miden el grado en que se produce el aseguramiento de riesgo en Estados Unidos y encuentran que

³²² Op. cit., p. 1.964

³²³ Backus, Kehoe y Kydland (1991), p. 24

³²⁴ Lane (2006), p. 55

*there is more overall risk sharing within regions than between regions*³²⁵,

lo que, en cierto modo, supone un comportamiento similar al de los países de la Unión Monetaria Europea. Por su parte, Marinheiro compara los casos de Estados Unidos y la zona euro antes de que entrara en vigor la Unión Monetaria Europea y estima que

*the euro-area showed a much lower insurance of asymmetric shocks than the US states. In the US federation, 75% of the asymmetric shocks to output were smoothed in the period 1964-1990. However, in the euro-area only 44% of such shocks were not passed onto consumption in the period 1970-1999*³²⁶.

La causa de este comportamiento diferente es que

*Due to a large contribution from the public sector to risk sharing, especially to smooth out more persistent shocks, it does not seem likely that private capital markets can easily replace the government, in the near future, in providing a sufficient degree of risk sharing in the euro-area*³²⁷.

En cambio, para Méltiz la razón es que

*in the event of shocks reflecting strictly the (state-specific) business cycle, household saving explains 7 per cent more of the smoothing (7 per cent less is done by firms). This in itself could simply reflect the fact that the only uninsured shocks that households are then able to smooth through credit are transitory ones*³²⁸.

El grado de diversificación de riesgos a través de los mercados financieros en la Unión Monetaria Europea, sin embargo, crece con el tiempo. Artis y Hoffman encuentran que

by the end of our sample period that ranges from 1990 to 2004 the possibly most important difference between EMU and other industrialized countries is that, in the late 1990s, capital income flows took over as the main driver of improvements in intra-European risk sharing. By the year 2004, one-third of the risk sharing

³²⁵ Sorensen y Yosha (2000), p. 33

³²⁶ Marinheiro (2003), p. 1

³²⁷ Op. cit., p. 1

³²⁸ Méltiz (2004), p. 828

*achieved through international financial markets was achieved through capital income flows*³²⁹.

Una aportación, que Mongelli califica como “*very importantly*”³³⁰, es la que realizan Atkeson y Bayoumi, quienes demuestran que la integración de los mercados financieros, con sus consecuencias para el aseguramiento de riesgos, resulta significativamente mayor entre las regiones de Estados Unidos que entre diferentes países de Europa y señalan que los datos estadounidenses sobre PIB estatal, renta y consumo conducen a tres conclusiones en relación con las diferencias entre el funcionamiento de los mercados interregionales de capitales dentro de EE.UU. y los mercados internacionales entre los países industrializados:

*The first conclusion is that national boundaries currently are an important impediment to net international capital flows. That is, interregional factor flows within the United States appear to be qualitatively larger than the corresponding flows among countries. The second conclusion is that national boundaries also currently impede the geographic diversification of capital income. That is, interregional gross holdings of capital within the United States are substantially larger than they are across the boundaries of the countries of Europe. The third conclusion is that, despite these opportunities in capital markets for the private smoothing of regional risks, the bulk of consumers do not appear to privately insulate their consumption from regional conditions in a substantial manner. Regional flows of private sector income from capital are highly correlated with national flows and do little to insure against fluctuations in labor income; the very limited amount of insurance of fluctuations in regional labor income is carried out principally by governments*³³¹.

Estas conclusiones encuentran fácil explicación si se tiene en cuenta lo visto en el capítulo anterior acerca de las competencias en relación con el sistema financiero en las distintas federaciones y en la Unión Europea. En Estados Unidos, dichas competencias se sitúan a nivel federal, con lo que la legislación y la regulación que afectan al mismo son iguales en todo el territorio porque se establecen a nivel federal. En la Unión Europea, en cambio, esa competencia sigue en manos de los estados miembros, y,

³²⁹ Artis y Hoffman (2008), p. 243

³³⁰ Op. cit., p. 20

³³¹ Atkeson y Bayoumi (1993), p. 320

aunque se ha armonizado en parte la supervisión a través de distintas directivas, ello, unido a los factores lingüísticos y culturales y al peso de los gobiernos en los sectores bancarios nacionales, sigue dando lugar a diferentes estructuras de mercado según los distintos países, lo cual es una barrera a la integración financiera y, por tanto, a las operaciones transnacionales relacionadas con el sector financiero. Además, no hay que olvidar que los flujos de capitales en EE.UU. se producen dentro de un mismo país y, por tanto, un inversor de, por ejemplo, Idaho que adquiera acciones de una empresa de California sigue invirtiendo en su mismo país. En la Unión Europea, en cambio, un inversor alemán que compra acciones de una empresa española ya está invirtiendo fuera de su país. Dado, como hemos visto antes también, el sesgo hacia los activos nacionales que presentan los inversores europeos, todas estas diferencias son lógicas.

Demyanyk, Ostergaard y Sorensen, en cambio, discrepan abiertamente de las conclusiones de Atkenson y Bayoumi. En su estudio, publicado en 2008, lo primero que documentan es que

overall income risk sharing has been higher in the five years following the introduction of the euro than during the previous five year period, and that the improvement has been highest for the group of EMU members. In the same period, however, overall consumption risk sharing has decreased except among EMU members. Our results imply that financial integration between the EMU countries, and financial globalization in general, has facilitated the smoothing of income. (...) Overall, our results leave little doubt that the process of financial integration among EMU countries has been associated with beneficial welfare effects, in particular in the form of improved smoothing of income. Financial integration, however, is progressing only slowly and the overall level of integration is still lagging behind the level of integration between U.S. states where cross-state investment and securities holdings are much more pervasive. The removal of formal barriers to diversification of assets and removal of obstacles to cross-border banking integration will help. However, individuals' desire to invest in international assets may also be depend on non-regulatory factors such as the degree to which they trust foreign individuals and institutions³³².

³³² Demyanyk, Ostergaard y Sorensen (2008), pp. 28-29

En realidad, este argumento no resulta tan contradictorio con el de Atkenison y Bayoumi en tanto en cuanto, como se ha visto, los fondos de inversión han empezado a utilizar estrategias de inversión pan europeas, dentro de la zona euro, para diversificar sus riesgos, ya que entre los miembros de la Unión Monetaria Europea ha desaparecido el riesgo cambiario, lo que es lógico que estimule las inversiones entre ellos.

Además, Demyanyk, Ostergaard y Sorensen encuentran evidencias de que

*increased holdings of foreign assets have been associated with increased income risk sharing. The estimates are somewhat imprecise, and may reflect that significant international integration of asset markets is very recent and still on-going. The effect of diversification on risk sharing is approximately similar whether one considers assets held against foreign residents (domestic assets), or foreigners' assets holdings against domestic residents (domestic liabilities). Our results show, however, that assets and liabilities invested outside the EU (EMU) have the largest effect on risk sharing per euro invested, which indicates that such securities may have returns that are less correlated with the output of the EU (EMU) countries and therefore better able to smooth income*³³³.

Bordo, Eichengreen y Kim, por su parte, optan por una perspectiva histórica para estudiar la integración de los mercados, desde la cual analizan la evolución de los saldos por cuenta corriente en porcentaje del PIB desde finales del siglo XIX³³⁴ y señalan que

*financial integration and economic integration more generally trace out a U-shaped pattern, starting at high levels in the late-19th century, collapsing between the wars, and recovering gradually after 1945*³³⁵.

Sin embargo, advierten que, en el caso de la Unión Monetaria Europea,

³³³ Op. cit., p. 26

³³⁴ En ese periodo existían bastantes elementos propios de la integración monetaria que hacen pertinente la comparación con los tiempos actuales. Estaban la Unión Monetaria Latina y la Unión Monetaria Escandinava como uniones monetarias formales, así como el patrón oro como sistema de tipos de cambio fijos. También se habían producido las integraciones monetarias de Alemania e Italia, como parte del proceso de formación de ambos países, y se podía considerar que el Imperio Austro-húngaro constituía en sí mismo una unión monetaria.

³³⁵ Bordo, Eichengreen y Kim (1998), p. 3

In some respects the financial integration of the pre-1914 era remains unsurpassed, but in others today's financial markets are more even closely integrated³³⁶ than those of the past³³⁷.

Siguiendo con esta misma línea argumental, Gaspar y Mongelli observan que la relación entre los saldos por cuenta corriente y el PIB per cápita de los países de la Unión Europea creció en la pasada década de los 90, cuando se liberalizaron en su seno los movimientos de capitales, y de ahí concluyen que

This suggests increased capital market integration, allowing for more important net capital flows³³⁸.

Como consecuencia de ello, Balli y Sorensen encuentran que

In the EU risk sharing has been declining due to less pro-cyclical government saving although this is partly compensated by increasing income smoothing from net foreign factor income³³⁹.

A finales de 2011, ambos autores, junto a Kalemli-Ozcan, publicaron un nuevo estudio sobre la diversificación de riesgos a través de los mercados entre los países de la Unión Monetaria Europea, los de la Unión Europea otros países de la OCDE durante el periodo 1997-2007, durante el transcurso del cual se cuadruplicó el volumen de activos y obligaciones en manos de no residentes debido a la globalización financiera. De acuerdo con su análisis

Risk sharing from capital gains, at about 6 percent, is higher than risk sharing from factor income flows for European Union countries and OECD countries. Risk sharing from factor income flows is higher for Euro zone countries, at 14 percent, reflecting increased international asset and liability holdings in the Euro area.³⁴⁰

³³⁶ En términos de volumen bruto, los mercados financieros de hoy son más grandes que los de finales del siglo XIX. Otra distinción importante es que, en la actualidad, las tecnologías de la información y las comunicaciones permiten que los mercados dispongan de información prácticamente en tiempo real, cosa que no era posible a finales del siglo XIX, lo cual también afecta al grado de integración de dichos mercados.

³³⁷ Op. cit., p. 3

³³⁸ Gaspar y Mongelli (2003), p. 38

³³⁹ Balli y Sorensen (2007), p. 23

³⁴⁰ Balli, Kalemli-Ozcan y Sorensen (2011), p. 1

Además,

Risk sharing between countries, and especially between EMU countries, is slowly becoming closer to that of the United States³⁴¹.

En conclusión, de la evidencia empírica se desprende que la integración de los mercados financieros en el seno de la Unión Monetaria Europea es una realidad, si bien en la zona euro todavía no se han alcanzado los niveles de profundidad que caracterizan a Estados Unidos. Esta diferencia, por lo que a los mercados monetarios se refiere, no explica la crisis del euro en tanto en cuanto el grado de integración financiera en la zona euro permite que los impulsos de la política monetaria y su impacto sobre los tipos de interés se transmitan con la misma rapidez y uniformidad que en Estados Unidos.

El mercado de bonos, que se haya en el epicentro del terremoto que asola la Unión Monetaria Europea, tampoco es el responsable de la crisis. De hecho, hasta que ésta estalló, las primas de riesgo de los bonos de los países protagonistas de la misma eran prácticamente idénticas y casi nulas. Las cosas cambiaron a partir de 2008, pero no como consecuencia de problemas derivados con el mercado de bonos, sino porque los inversores empezaron a tener en cuenta nuevamente los factores nacionales, lo que se tradujo en la ampliación de las primas de riesgo.

La integración financiera tampoco falla en lo que se refiere a la balanza de pagos, sino todo lo contrario. Los fuertes déficit por cuenta corriente registrados por los países que están en el centro de la crisis son el resultado de desequilibrios macroeconómicos persistentes propios de dichas economías, en especial, los diferenciales de inflación y la pérdida de competitividad derivada de una evolución de los salarios poco relacionada con la de la productividad. La integración de los mercados de capitales, tal y como se esperaba de ella, ha permitido financiarlos. El problema estriba en que los gobiernos de estos países no han aprovechado esa circunstancia para realizar los ajustes necesarios con el fin de reducir o eliminar esos desequilibrios y, por tanto, de resolver sus problemas de balanza de pagos.

Por lo que se refiere a la diversificación de riesgos a través de los mercados financieros, ésta todavía no alcanza en la zona euro los niveles a que llega en Estados Unidos, lo cual podría explicar que las caídas del crecimiento económico en los países

³⁴¹ Op. cit., P. 15

protagonistas de la crisis hayan sido más intensas que en los demás miembros de la Unión Monetaria Europea, en el sentido de que los frutos de las inversiones de los primeros en los segundos no han permitido suavizar las caídas del consumo. Sin embargo, llegados a este punto cabe preguntarse hasta qué punto ese es un problema relacionado con una integración insuficiente de los mercados financieros y hasta qué punto tiene que ver con otros factores. Como se ha visto, los inversores de la zona euro todavía conservan un fuerte sentimiento que les lleva a seguir invirtiendo en activos de su propio país, lo que reduce las posibilidades de aseguramiento a través de los mercados. Pero también hay que tener en cuenta que, a diferencia de Estados Unidos, en la zona euro existen esquemas muy desarrollados de protección social que llevan a que los ciudadanos no tengan que pensar en ahorrar mucho por motivos de precaución, ya que cuentan con una red de seguridad para los tiempos difíciles, lo que reduce su necesidad de diversificar riesgos a través de los mercados financieros.

El problema fundamental en relación con la integración de los mercados financieros y la crisis de la Unión Monetaria Europea es la segmentación en mercados nacionales que aun persiste en el sector de la banca minorista. Dicha segmentación impide que, para solucionar crisis bancarias en un estado miembro se puedan adoptar soluciones de mercado a escala de la unión, ya que el interés de la mayoría de gobiernos de la zona euro es preservar sus entidades crediticias en manos nacionales, como se aprecia, por ejemplo, a la solución que quieren dar el gobierno español y el Banco de España a la crisis de las cajas de ahorros a través de fusiones entre entidades españolas, sin contemplar en ningún momento que las cajas en crisis pudieran ser adquiridas por entidades crediticias de otros países de la zona euro.

8. Integración fiscal

Como se vio en el capítulo 3, la integración fiscal constituye uno de los requisitos institucionales para el buen funcionamiento de una unión monetaria. El eje central de la misma es la existencia de un sistema de transferencias y de una autoridad fiscal con capacidad para establecer impuestos, diseñar sus propias políticas de gasto y emitir deuda pública. Para detectar las limitaciones institucionales de la Unión Europea, o la Unión Monetaria Europea, en este terreno se realizará un análisis comparativo con las federaciones de larga tradición, en especial con Estados Unidos.

1. Presupuesto y proceso presupuestario

La Unión Europea cuenta con un sistema fiscal muy particular. Mientras que en todas las federaciones existe nada más que un presupuesto federal anual, en la UE éste coexiste con el marco financiero plurianual y viene determinado por él. Además, mientras en las federaciones el ámbito territorial del presupuesto del gobierno central coincide con el de la federación y, por tanto, con el de la unión monetaria, en la Unión Monetaria Europea no es así porque el ámbito territorial del marco financiero plurianual y del presupuesto comunitario es el conjunto de la Unión Europea, no el más restringido de la zona euro. Por último, el presupuesto comunitario se limita a financiar las políticas comunes de la Unión Europea, ni siquiera de la zona euro, mientras que los presupuestos de las federaciones se utilizan, además, para cumplir las tres funciones propias de un presupuesto: asignación de recursos, distribución de la renta y estabilidad macroeconómica.

En relación con el marco financiero plurianual, el artículo 312.1 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea señala que

El marco financiero plurianual tendrá por objeto garantizar la evolución ordenada de los gastos de la Unión dentro del límite de sus recursos propios.

Se establecerá para un periodo mínimo de cinco años.

El presupuesto anual de la Unión respetará el marco financiero plurianual.

A su vez, el artículo 312.3 establece que

El marco financiero fijará los importes de los límites máximos anuales de créditos para compromisos, por categoría de gastos, y el límite máximo anual de créditos para pagos. Las categorías de gastos, cuyo número deberá ser limitado, corresponderán a los grandes sectores de actividad de la Unión.

En ninguna federación de larga tradición se produce una situación similar, en la que una programación plurianual de los gastos encorsete totalmente el presupuesto anual, al establecer de antemano un techo de gasto, en porcentaje de la renta nacional, tanto para cada ejercicio presupuestario como para cada partida de gasto, que, en ningún caso, se puede superar. Además, el marco financiero plurianual limita los pagos estrictamente a las políticas de la Unión que cuentan con respaldo presupuestario e impide que el presupuesto anual pueda establecer nuevas políticas o nuevas partidas de gasto, aunque fuese detrayendo recursos para financiarlas de las políticas ya existentes, lo que tampoco sucede en las federaciones de larga tradición.

El marco financiero plurianual se establece por un periodo mínimo de cinco años. Durante ese tiempo, empero, la situación económica de la Unión Europea puede cambiar de forma radical, como ha sucedido a raíz de la crisis financiera internacional. Sin embargo, el presupuesto anual no puede adaptarse a esas nuevas circunstancias porque su tamaño es escaso, apenas el 1% del PIB, y, sobre todo, porque no ha sido concebido como un instrumento de política fiscal. En cambio, los presupuestos anuales de las federaciones pueden adecuarse perfectamente a la situación económica de cada momento porque no se ven constreñidos por una programación plurianual como la del marco financiero.

En el caso de Estados Unidos, la *Gramm–Rudman–Hollings Balanced Budget Act* de 1985 y la *Budget and Emergency Deficit Control Reaffirmation Act* de 1987 establecieron techos de gasto y de deuda en el presupuesto estadounidense con el fin de frenar el fuerte crecimiento del déficit público. La *Budget Enforcement Act* de 1990 reforzó las dos normas anteriores y, a finales de la década de los noventa, el país consiguió acabar con el desequilibrio de sus cuentas públicas. La permanencia de estas

normas cuando estalló la crisis financiera en 2007 dio lugar a varias crisis políticas acerca de los techos de deuda que amenazaron con paralizar la administración del país. Para resolver el problema, el Congreso aprobó la *Budget Control Act* de 2011, por la cual se pudo elevar el techo de deuda para adaptarlo a la crisis y sus repercusiones sobre el déficit y la deuda pública. El marco institucional comunitario impide a la Unión Europea actuar de esta forma.

El proceso presupuestario en la Unión Europea también tiene sus particularidades. En todas las federaciones de larga duración, el proceso presupuestario es sencillo: el Poder Ejecutivo elabora y presenta al Poder Legislativo un proyecto de presupuestos. El Parlamento, entonces, lo estudia y tiene tres opciones: rechazarlo, introducir enmiendas o aprobarlo sin cambios, y no da lugar a más problemas, si bien en Estados Unidos el presidente cuenta con ciertas capacidades de veto o de modificación de lo que apruebe el Legislativo, debido a que su sistema político es una república presidencialista. En la Unión Europea, en cambio, el proceso es más complejo y genera muchas más dificultades. El marco financiero plurianual tiene que ser aprobado conjuntamente por el Consejo y el Parlamento europeos, según establece el artículo 312.2 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, y adopta la forma jurídica de reglamento del Consejo. Como el marco financiero plurianual determina el contenido del presupuesto anual, cualquier modificación del mismo tiene que ser aprobada de forma simultánea por ambas partes. Además, conforme al artículo 314, el presupuesto anual también tiene que ser aprobado por el Parlamento europeo tras la toma de posición por parte del Consejo de la propuesta de presupuesto anual que le eleve la Comisión Europea. En consecuencia, el proceso presupuestario de la UE es mucho más rígido que en las federaciones de larga tradición, lo que impide la utilización de este instrumento para dar respuestas rápidas a situaciones de crisis.

Para complicar más las cosas, la aprobación por parte del Consejo Europeo de su posición en relación con el presupuesto anual tiene que ser por unanimidad. Sin embargo, no es fácil conseguir el voto favorable de todos los estados miembros. Tal y como denuncia José Ignacio Torreblanca,

la Comisión y el Parlamento pueden proponer lo que consideren un nivel de gasto idóneo para la Unión, pero son los Estados miembros los que finalmente deciden. Estamos, pues, ante un círculo vicioso porque como los

*primeros no recaudan directamente sus propias contribuciones, no son realmente responsables ante los ciudadanos de las políticas que proponen. Al mismo tiempo, como los Estados miembros son responsables ante sus opiniones públicas nacionales, sus preferencias negociadores están desequilibradas en detrimento de los intereses de la Unión en su conjunto*³⁴².

Esta realidad pone de manifiesto que el proceso presupuestario de la Unión Europea, hoy por hoy, no es eficiente porque, en última instancia, el poder de aprobar el presupuesto no reside en una institución que actúe con visión europea, sino que lo hace con perspectivas nacionales como consecuencia del tipo de representación de los estados miembros en el Consejo Europeo. En Estados Unidos, en cambio, la representación de los estados a nivel federal no es directa, como en el caso de la UE y el Consejo Europeo, sino indirecta. Los gobiernos estatales no nombran directamente a sus dos representantes en el Senado, sino que los ciudadanos los eligen directamente a través de las urnas. Además, en Estados Unidos, el Congreso es bicameral, con el Senado ostentando la representación territorial y la Cámara de Representantes la de la población. De esta forma se diluye el poder de los estados a nivel federal y es más fácil llevar a cabo políticas en las que predominen los intereses federales, entre ellas la presupuestaria, y responder de forma adecuada a las situaciones de crisis.

2. Principios presupuestarios

Todas las federaciones incluyen en su Constitución y/o en su Ordenamiento Jurídico los principios a los que debe ajustarse la elaboración y ejecución de los presupuestos federales. Básicamente, esos principios son los mismos que los que rigen para los presupuestos de la Unión Europea y, por tanto, para el marco financiero plurianual, con una excepción: el principio de equilibrio.

Hasta ahora ninguna federación de larga duración ha incluido en su Constitución la obligación de mantener el equilibrio presupuestario, menos en el caso de la de Estados Unidos, cuyo artículo I, sección 9, cláusula 7 reza:

³⁴² Torreblanca (2005), p. 7

no money shall be drawn from the Treasury, but in Consequence of Appropriations made by Law; and a regular Statement and account of Receipts and Expenditures of all public Money shall be published from time to time.

Esta disposición, sin embargo, no ha impedido al Congreso estadounidense aprobar presupuestos deficitarios ni al gobierno federal incurrir en números rojos en la gestión de las cuentas federales, sobre todo en tiempos de crisis. A su vez, la sección 8, cláusula 2 del mismo artículo establece que

The Congress shall have power

To lay and collect Taxes, Duties, Imposts³⁴³ and Excises, to pay the Debts and provide for the common defense and general Welfare of the United States; but all Duties, Imposts and Excises shall be uniform throughout the United States;

To borrow Money on the credit of the United States;

Los otros textos básicos que establecen los principios presupuestarios en EE.UU., además de los vistos en el apartado anterior, son la *Budget and Accounting Act* de 1921, que obliga al presidente a enviar todos los años al Congreso un proyecto de presupuestos del gobierno federal y por la que se crea un sistema de control del gasto, y la *Congressional Budget Act* de 1974, que establece el procedimiento presupuestario. Puesto que la normativa presupuestaria se basa en leyes aprobadas por el Congreso, excepto por la referencia que hace la Constitución al principio de equilibrio financiero, éste puede modificarla mediante la aprobación de nuevas leyes

En la UE, por el contrario, los principios presupuestarios vienen establecidos por el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea y son los siguientes:

- **Unidad:** todos los ingresos y gastos de la UE correspondientes a cada ejercicio presupuestario deberán estar consignados en el presupuesto (artículo 310.1).
- **Anualidad:** el ejercicio presupuestario comenzará el 1 de enero y concluirá el 31 de diciembre (artículo 313).
- **Universalidad:** el presupuesto será financiado íntegramente con cargo a los recursos propios (artículo 311).

³⁴³ Forma antigua, procedente del francés, de referirse a los impuestos que ha caído en desuso.

- **Especialidad:** la Comisión Europea podrá transferir recursos de capítulo a capítulo, o de subdivisión a subdivisión, dentro de los límites previstos en el reglamento adoptado en virtud del artículo 322 (artículo 317).
- **Buena gestión financiera:** la Comisión debe ejecutar el presupuesto de acuerdo con los principios de una gestión financiera sana (artículo 310.5).
- **Transparencia:** la ejecución de gastos consignados en el presupuesto requerirá la adopción previa de un acto jurídicamente vinculante de la Unión que otorgue un fundamento jurídico a su acción y a la ejecución del correspondiente gasto (artículo 310.3).
- **Unidad de cuenta:** el establecimiento, ejecución y rendición de cuentas del presupuesto se efectuará en euros (artículo 320).
- **Equilibrio:** el presupuesto deberá estar equilibrado en cuanto a ingresos y gastos (artículo 310.1). Con el fin de mantener la disciplina presupuestaria, la Unión Europea no podrá aprobar ninguna partida de gasto que no cuente con su correspondiente financiación, dentro de los límites de los recursos propios de la UE y en consonancia con lo dispuesto en las perspectivas financieras (artículo 310.4).

Dado que el presupuesto anual de la Unión debe respetar el marco financiero plurianual y que los principios de elaboración del presupuesto anual no contemplan supuesto alguno por el cual quepan excepciones a ese precepto, el presupuesto comunitario no puede utilizarse en la gestión de crisis. Ese mismo impedimento surge de los principios de universalidad, que impide emitir deuda pública, y equilibrio, que prohíbe el déficit. Por último, puesto que esta regulación está establecida en un Tratado, sólo se puede modificar a través de otro Tratado, lo que requiere el voto unánime del Consejo Europeo y la ratificación posterior por parte de los Estados miembros, lo que puede plantear problemas políticos para lograr la unanimidad y retrasos temporales en el proceso de ratificación. Todo ello dificulta de forma notable el empleo del presupuesto de la UE para gestionar crisis.

Por otra parte, dado que la Unión Europea no puede emitir deuda ni incurrir en déficit presupuestario, no existe un tesoro europeo para gestionar dicha deuda, en contra de lo que dicen los criterios para el buen funcionamiento de una unión monetaria. La ausencia de una institución de las características de un tesoro, junto con el hecho de que

la Unión Europea carece de competencias en materia de deuda, impide la emisión de eurobonos que ayude a la financiación de los países con dificultades presupuestarias.

3. Funciones del presupuesto

Los hacendistas consideran que todo presupuesto tiene tres funciones esenciales: asignación de recursos, distribución de la renta y estabilización macroeconómica. Esas funciones, como vimos, se reproducen dentro de los esquemas del federalismo fiscal, pero, ¿las cumple el presupuesto de la Unión Europea? ¿De qué forma?

El cumplimiento de esas funciones está relacionado, en buena medida, con el tamaño del presupuesto. Un presupuesto reducido condiciona enormemente la realización de dichas funciones y el de la Unión Europea lo es, como veremos más adelante. Según Cristina Serrano, teniendo en cuenta lo anterior, se puede decir que

*El presupuesto comunitario es, en su origen y concepción, básicamente un presupuesto asignativo-operativo destinado a la realización de las políticas comunes*³⁴⁴.

Esta característica limita la capacidad del presupuesto comunitario para desarrollar las funciones de estabilización y distribución porque, también como veremos más adelante, alrededor de cuatro quintas partes de los gastos se concentran en la financiación de la política agrícola común y la política de cohesión, con lo que, teniendo en cuenta que el tamaño del presupuesto es reducido, apenas queda margen para desarrollar plenamente otras funciones que no sean las de asignación de recursos, circunscrita a las políticas de la UE financiadas con recursos comunitarios. En las federaciones de larga tradición no sucede esto, como se verá a continuación.

4. Ingresos presupuestarios

Los ingresos del presupuesto comunitario vienen establecidos por la *Decisión del Consejo, de 7 de junio de 2007, sobre el sistema de recursos propios de las*

³⁴⁴Op. cit., p. 36

*Comunidades Europeas (2007/436/CE, Euratom)*³⁴⁵. Según el artículo 2, los recursos propios de la Unión Europea están constituidos por:

- a) *exacciones, primas, montantes suplementarios o compensatorios, importes o elementos adicionales, derechos del arancel aduanero común y otros derechos que hayan fijado o puedan fijar las instituciones de las Comunidades en los intercambios comerciales con terceros países, derechos de aduana sobre los productos regulados por el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea del Carbón y del Acero, ya expirado, así como cotizaciones y otros derechos previstos en el marco de la organización común de mercados en el sector del azúcar;*
- b) *sin perjuicio de lo dispuesto en el apartado 4, párrafo segundo, la aplicación de un tipo uniforme válido para todos los Estados miembros a las bases imponibles del IVA armonizadas, determinadas con arreglo a normas de la Comunidad. La base imponible que deberá tenerse en cuenta a estos efectos no excederá del 50 % de la RNB para cada Estado miembro, tal y como se define en el apartado 7;*
- c) *sin perjuicio de lo dispuesto en el apartado 5, párrafo segundo, la aplicación de un tipo uniforme —que se determinará con arreglo al procedimiento presupuestario en función del total de todos los demás ingresos— a la suma de las RNB de todos los Estados miembros.*

Además, el artículo 3 dispone:

- 1. *La cantidad total de recursos propios asignados a las Comunidades para financiar créditos de pago anuales no podrá rebasar el 1,24 % de la suma de todas las RNB de los Estados miembros.*
- 2. *Los créditos de compromiso anuales consignados en el presupuesto general de la Unión Europea no podrán rebasar el 1,31 % de la suma de todas las RNB de los Estados miembros.*

Esta lista de fuentes de ingreso no está cerrada al cien por cien. El artículo 311 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea faculta al Consejo Europeo, previa consulta al Parlamento Europeo, para establecer nuevas categorías de recursos propios o

³⁴⁵ Diario Oficial de la Unión Europea Nº L 163, de 23 de junio de 2007

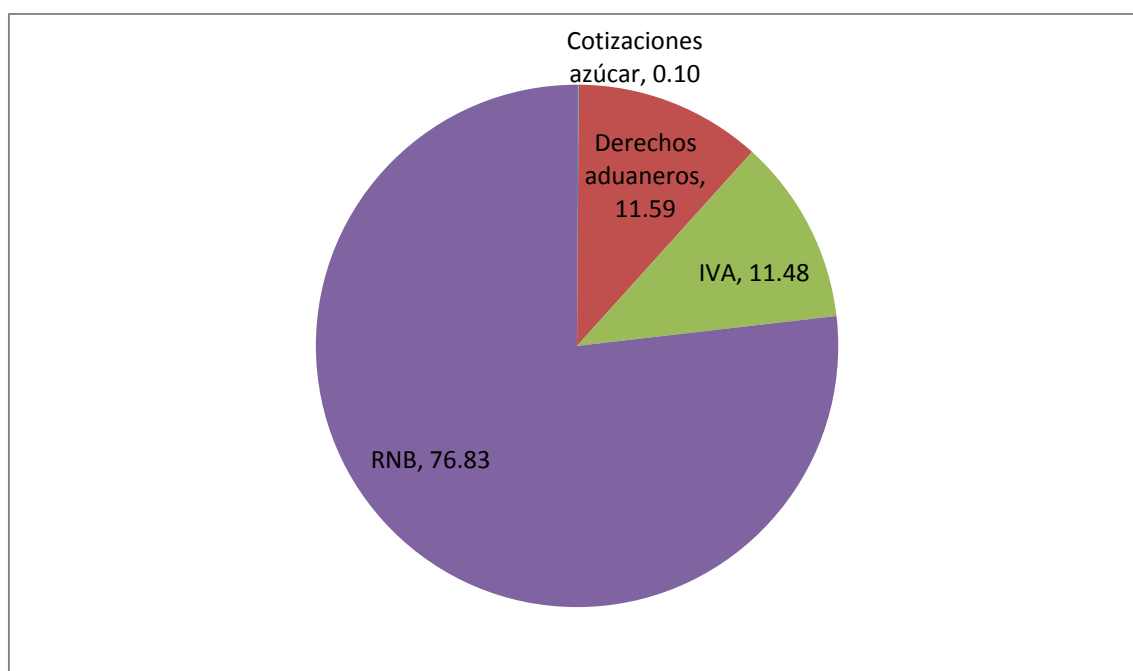
para suprimir alguno de los existentes. Pero la aprobación por parte del Consejo implica el voto favorable por parte de todos los estados miembros de la Unión Europea. Es decir, el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea mantiene la regla de la unanimidad en todo lo referente a la financiación de la UE, lo que supone un obstáculo en caso de que se considere necesario elevar el techo de gasto comunitario, en especial en una crisis y, por tanto, incrementar el volumen de recursos necesarios para financiarlo, ya que habrá países que estén a favor de incrementar tanto el gasto como los impuestos, mientras que otros se mostrarán contrarios tanto a lo uno como a lo otro debido a que, en sus decisiones, priman los intereses nacionales frente a los del conjunto de la Unión.

Todos los gobiernos federales de las federaciones de larga duración, en cambio, cuentan con ingresos tributarios propios con los que financiar sus actividades, lo que les dota de la capacidad de poder desplegar políticas federales sin más limitación que la de no invadir con ellas las competencias asignadas por las respectivas constituciones a los estados o regiones, entre ellas la de responder a situaciones de crisis mediante el empleo de la política fiscal. Además, los respectivos parlamentos nacionales pueden aprobar subidas o bajadas de impuestos, o la creación o desaparición de distintas figuras tributarias, según convenga en cada momento, con lo que pueden adaptar el presupuesto rápidamente a situaciones de crisis económica. La siguiente tabla y el siguiente gráfico recogen el origen de los ingresos de los gobiernos centrales de las federaciones de larga tradición y de la UE y muestran con claridad las diferencias entre la Unión Europea y las federaciones de larga tradición.

Ingresos tributarios de los gobiernos federales en 2010 (en % del PIB)

	Alemania	Australia	Austria	Canadá	EE.UU.	Suiza
Renta, soc. y capital	4,36	14,54	8,31	8,99	8,53	4,37
Trabajo	0,00	0,04	1,73	0,00	0,00	0,00
Patrimonio	0,00	0,01	0,06	0,00	0,02	0,53
Bienes y servicios	7,14	5,74	8,33	2,56	0,51	5,67
Aranceles	0,00	0,45	0,00	0,21	0,20	0,19
Otros impuestos	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Cotizaciones sociales	16,13	0,00	15,38	3,89	6,68	7,12

Fuente: FMI

Ingresos de la UE en 2010 (% del total)

Fuente: Comisión Europea

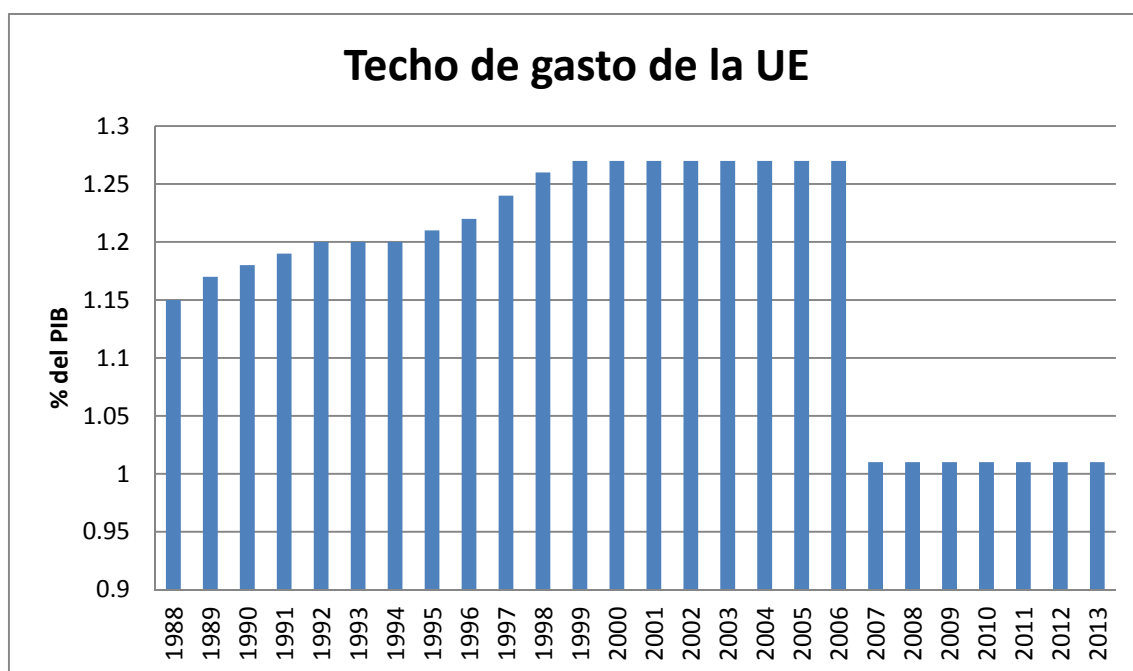
Del análisis de los datos anteriores se desprende que mientras la Unión Europea concentra sus ingresos en el recurso PNB, en las federaciones la fuente fundamental es la imposición directa sobre la renta personal, los beneficios empresariales y las ganancias de capital, así como la imposición indirecta sobre la venta de bienes y servicios. Se trata, por tanto, de una distribución más diversificada y que se ajusta a los patrones del federalismo fiscal, en contra de lo que sucede con la UE. Además, las fuentes de ingresos de los gobiernos federales, que vienen acompañadas de la capacidad normativa sobre los tributos, permiten utilizar éstos para estabilizar la economía y promover acciones respaldadas por la política fiscal, ya que pueden variar tanto los tipos como la base imponible de los impuestos, lo que permite que sus presupuestos sean instrumentos de gobierno económico. La UE, en cambio, carece de esta posibilidad.

Por otra parte, la distribución de ingresos en la Unión Europea se convierte en un obstáculo para la creación de una autoridad fiscal independiente. A pesar de que el Tratado de Luxemburgo introdujo, en 1970, el sistema de recursos propios para financiar las actividades de la Unión Europea, en sustitución de las aportaciones nacionales, con la entrada en vigor del cuarto recurso, el recurso RNB, y el peso creciente que este último ha ido ganando en el total de ingresos comunitarios, se ha vuelto, en gran medida, a un sistema de financiación basado más en aportaciones

nacionales que en los recursos propios de la UE. De esta forma, mientras la financiación de la UE siga en manos de los países, no se podrá crear esa autoridad fiscal porque los estados miembros podrían responder a sus iniciativas con la negativa a aportar los recursos necesarios. De aquí surge la necesidad de dotar a la Unión Europea de impuestos propios, tal y como recomiendan también los criterios para el buen funcionamiento de una unión monetaria, que proporcionen a la autoridad fiscal comunitaria la necesaria independencia de los estados nacionales y sus intereses y pueda, de verdad, aplicar políticas comunitarias con visión europea sin tener que verse sometida a todos los problemas que plantea la defensa de los intereses particulares de cada país a la hora de establecer nuevas políticas y dotarlas de recursos con que financiarlas.

5. Gastos presupuestarios

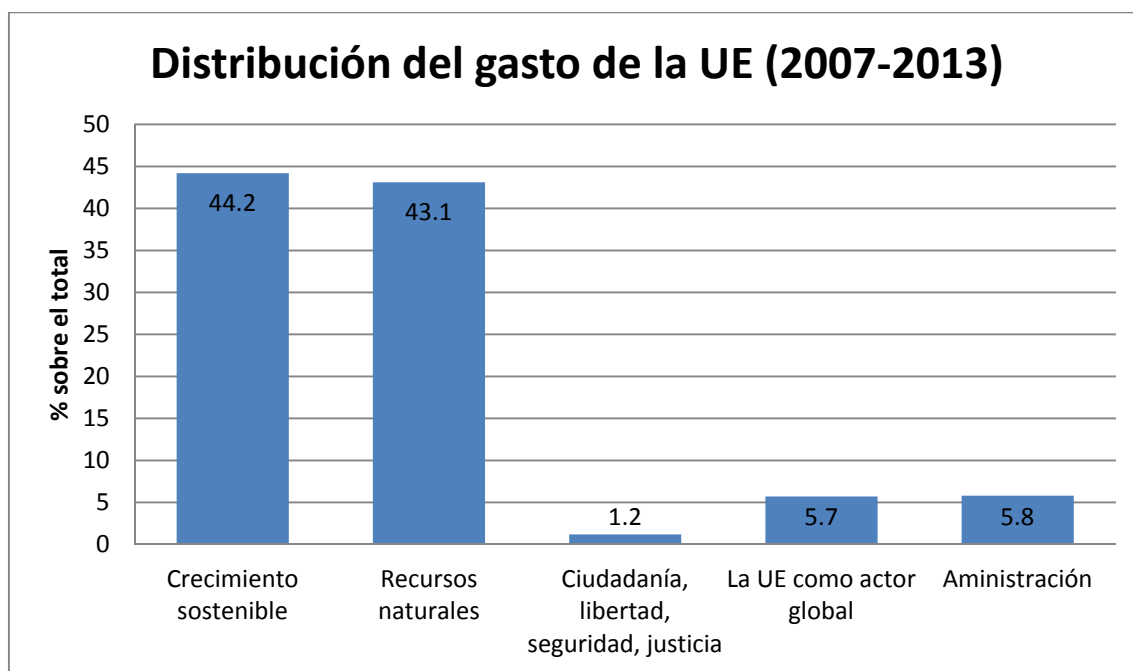
Por el lado del gasto también se perciben las diferencias entre la Unión Europea y las federaciones de larga tradición.



Fuente: Comisión Europea

Lo primero que queda de manifiesto en el gráfico anterior, que recoge la evolución del techo de gasto de la UE desde que entró en vigor el sistema de marcos financieros plurianuales, es el papel limitado del presupuesto comunitario. El techo de

gasto tan bajo que tiene establecida la Unión Europea limita la capacidad del marco financiero plurianual y, por tanto, del presupuesto de la UE para actuar como un verdadero presupuesto. Como se aprecia también en el gráfico, la Unión Europea nunca ha destinado a financiar las políticas comunitarias más del 1,27% de su PIB. Es más, cuando hubiera sido necesaria una ampliación del techo de gasto, a partir de 2007, como consecuencia de la ampliación de la UE a los países ex comunistas de Europa central y del este, mucho más pobres que los demás estados miembros y, por tanto, más necesitados de ayudas procedentes de la política de cohesión, los países contribuyentes netos, es decir, aquellos que aportan a las arcas comunitarias más recursos de los que perciben de ellas, forzaron una reducción del techo de gasto hasta el 1,24% de la renta bruta de la UE. Esta cantidad, según los presupuestos anuales de la Unión, equivale al 1,03% del PIB comunitario.



Fuente: Comisión Europea

El gráfico anterior ilustra el reparto de fondos por políticas comunitarias que establece el marco financiero plurianual para el periodo 2007-2013. Los pagos se concentran, fundamentalmente, en dos tipos de políticas, la agrícola –dentro del capítulo de recursos naturales- y la política regional o de cohesión –dentro del capítulo de crecimiento sostenible. Esos dos capítulos suman el 87% de los pagos totales de la UE en el periodo 2007-2013, lo que dificulta enormemente que la Unión Europea pueda llevar a cabo acciones de estabilización macroeconómica a través de los presupuestos,

más aún si tiene que respetar de forma escrupulosa el principio de equilibrio presupuestario.

La concentración de gastos en esas dos partidas conlleva que la función económica del presupuesto se produzca, fundamentalmente, por la regulación de mercados más que por la prestación de bienes públicos, según Cristina Serrano:

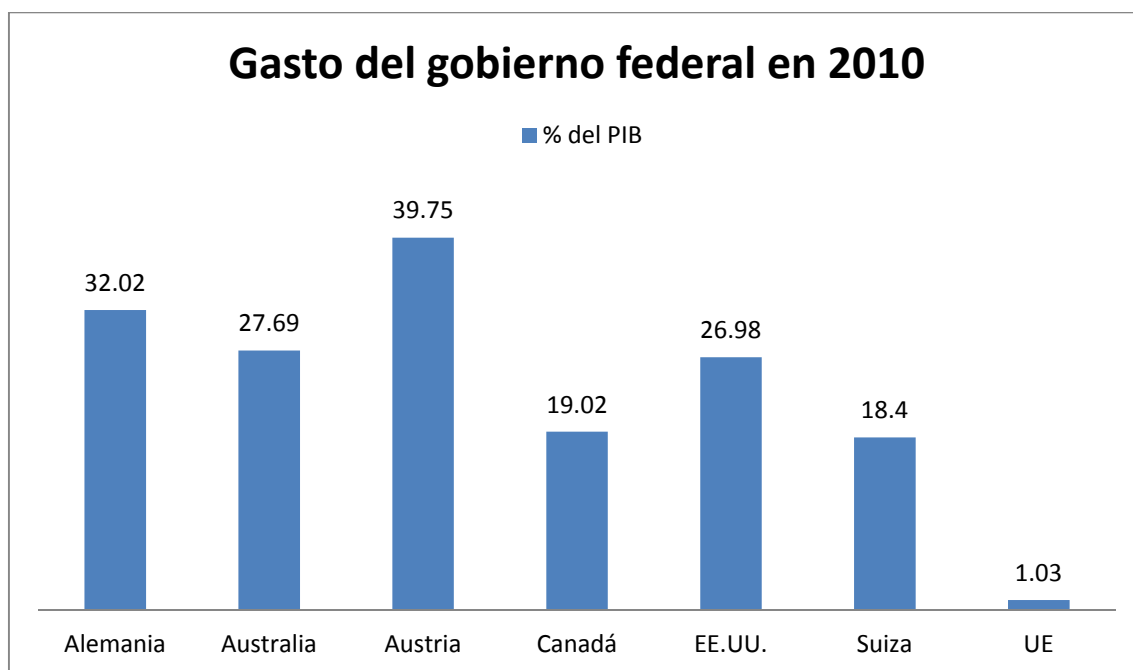
Las políticas comunitarias tendrían en sentido estricto un carácter limitado de bien público, centrado fundamentalmente en la política regional y de investigación y desarrollo y transportes. En muchos otros casos, la 'política comunitaria' es en realidad una actividad reguladora de la Unión, como ocurre en la PAC o en medidas de mercado interior³⁴⁶.

Asimismo, el marco financiero plurianual revela que las prioridades políticas de la Unión Europea que tengan relación con políticas de gasto se limitan prácticamente a la agricultura y la cohesión. Está última es muy importante para tratar de garantizar un futuro al proceso de construcción europea puesto que en él ya participan 27 países con niveles de renta y desarrollo económico muy diferentes y encaja, en cierto modo, con la idea de solidaridad que justifica el criterio de integración fiscal. Como hemos visto, uno de los objetivos principales del federalismo fiscal es reducir las diferencias económicas entre las unidades constitutivas de una federación y tratar de aproximar a todas ellas a unos estándares mínimos, con el fin de fortalecer la cohesión interna de la federación. En este sentido, las acciones estructurales juegan un papel fundamental, aunque limitado, porque los procesos de transferencias de recursos entre países ricos y países pobres a que dan lugar se centran en promover el desarrollo económico, expresado como proceso de convergencia con la renta media de la UE en paridad de poder adquisitivo. Sin embargo, no buscan promover una igualación en cuanto a amplitud y calidad de los servicios públicos, que es otro de los fines de las políticas de nivelación dentro del federalismo fiscal, porque la UE carece de estas competencias y no cuenta con partidas presupuestarias destinadas a transferencias que permitan alcanzar este fin. Igualmente, tampoco incluye elementos de redistribución de la renta en favor de los más pobres. Por el contrario, todo esto queda en manos de los estados miembros. Esto se debe a que las competencias en materia de servicios públicos y asuntos sociales en el seno de la UE siguen siendo estatales, no de naturaleza federal o, ni tan siquiera,

³⁴⁶ Op. cit., p. 36

compartida, con algunas excepciones mínimas como los programas que financia el Fondo Social Europeo. En cualquier caso, la política de cohesión está, en cierto modo, en consonancia con el criterio de integración fiscal, en tanto en cuanto promueve la solidaridad entre los estados miembros de la zona euro. Sin embargo, la Unión Europea no puede utilizar los fondos de la política de cohesión para ayudar a países de la zona euro que experimenten un choque asimétrico, o que tengan dificultades presupuestarias, con lo que, en última instancia, esta forma de integración fiscal dista mucho de ser la que contemplan los criterios para el buen funcionamiento de una unión monetaria.

En las federaciones de larga tradición tampoco existen techos de gasto, con la excepción que vimos antes del caso de Estados Unidos. No obstante, el sistema institucional estadounidense permite incrementar dicho techo si las circunstancias así lo requieren. En términos comparativos, la capacidad de gasto de los gobiernos federales de las federaciones de larga tradición es muy superior a la de la Unión Europea, tal y como refleja el siguiente gráfico:



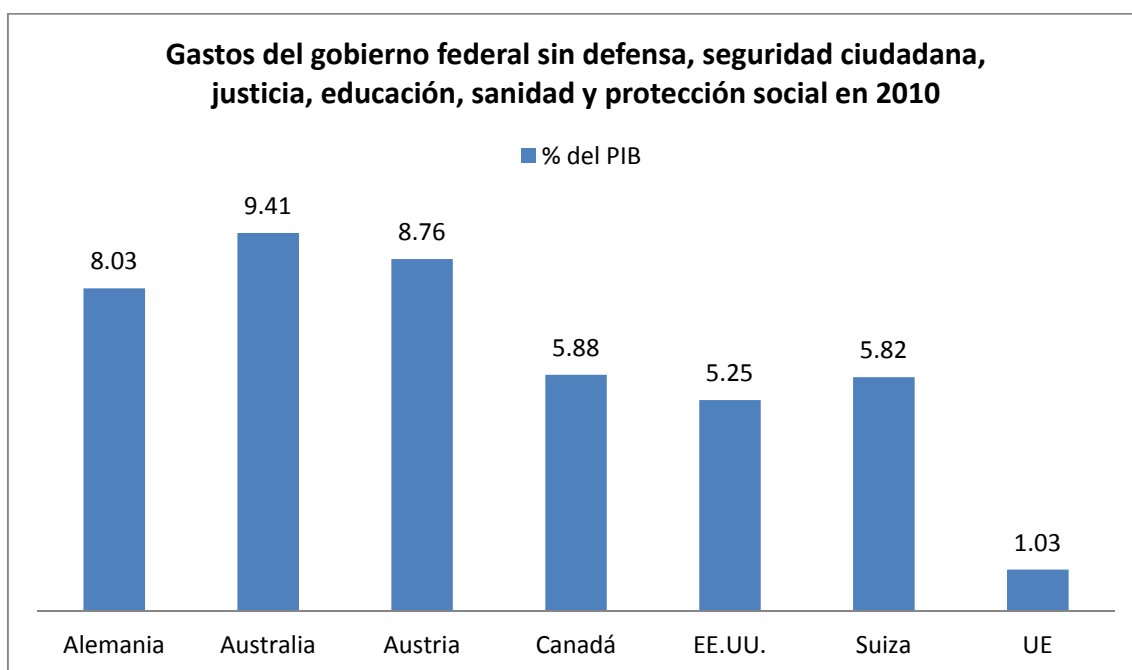
Fuente: Fondo Monetario Internacional

El gráfico anterior pone de manifiesto la escasa capacidad de la Unión Europea para ejecutar políticas comunitarias que impliquen gasto, debido al reducido tamaño de su presupuesto. No obstante, para que la comparación pueda resultar más significativa es preciso restar de los gastos del gobierno federal los capítulos de defensa, seguridad ciudadana, justicia, educación, sanidad y protección social, con el fin de apreciar la

verdadera capacidad de gasto a la hora de afrontar crisis económicas. Además, en las federaciones de larga tradición, gran parte de las competencias relacionadas con sanidad, educación y protección social están en manos de los estados, como en la Unión Europea. En cuanto a defensa, la UE carece de una política propia, a pesar de que el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, en su artículo 2.4, indica que

La Unión dispondrá de competencia, de conformidad con lo dispuesto en el Tratado de la Unión Europea, para definir y aplicar una política exterior y de seguridad común, incluida la definición progresiva de una política común de defensa.

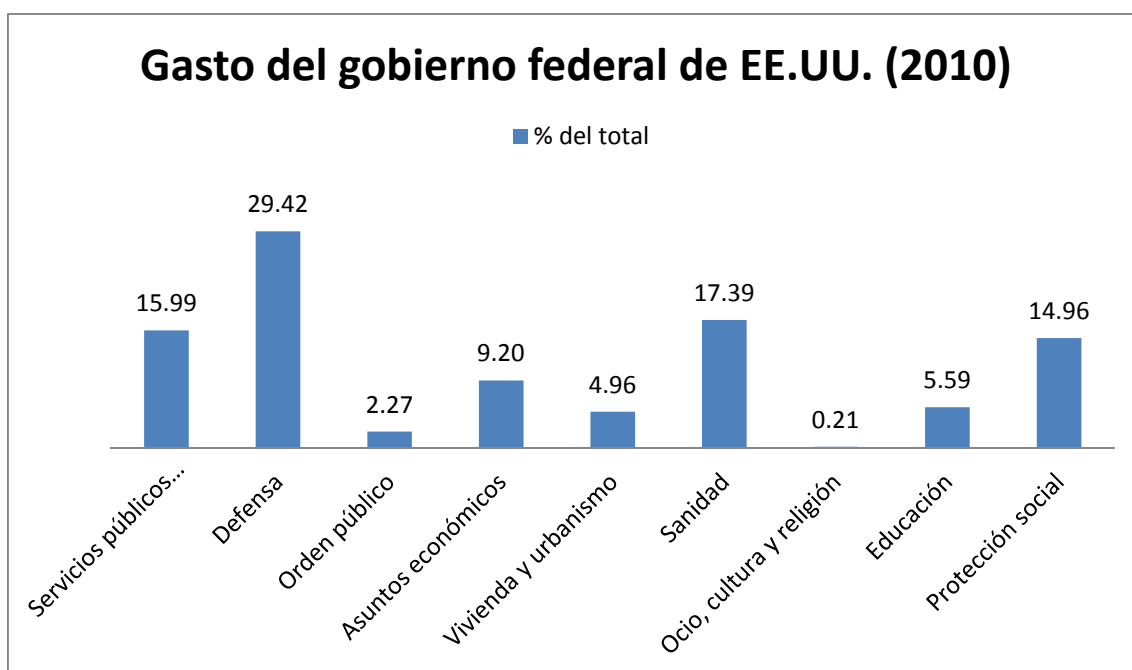
La defensa, sin embargo, no es un gasto significativo para el gobierno económico de una federación, excepto por su cuantía en términos presupuestarios y por lo que puede suponer de estímulo a la I+D+i a través de los contratos con empresas privadas para el desarrollo de programas militares. En la Unión Europea sí hay algo relacionado con la I+D+i y los programas militares a través de las ayudas al consorcio aeroespacial europeo, pero se trata de subvenciones al margen de la política exterior y de seguridad común. Los nuevos datos, una vez eliminados los capítulos de defensa, educación y protección social, aparecen en el siguiente gráfico.



Fuente: Fondo Monetario Internacional

Como se puede apreciar, una vez descontados los pagos relacionados con las funciones tradicionales del Estado y con los gastos sociales (sanidad, educación y protección social), la capacidad presupuestaria de las federaciones de larga tradición para hacer frente a crisis económicas es muy superior a la de la Unión Europea. Además, mientras las federaciones pueden transferir recursos de unos capítulos a otros del presupuesto para actuar frente a situaciones de crisis, la normativa comunitaria impide a la Unión Europea emplear sus recursos para cualquier política distinta a las establecidas en el marco financiero plurianual, el cual no contempla partida alguna que se pueda emplear en tiempos de dificultades, para solventarlas, porque se ciñe a las principales políticas comunitarias.

Además, hay otra diferencia entre la Unión Europea y las federaciones de larga tradición. Como vimos anteriormente, el gasto de la UE se concentra, fundamentalmente en los capítulos de crecimiento sostenible y recursos naturales, los cuales absorben el 87% del gasto total. En cambio, en las federaciones, el gasto del gobierno federal está mucho más diversificado, lo cual abre más posibilidades de actuación en tiempos de crisis. Sirva como ejemplo la distribución del gasto del gobierno federal estadounidense, que se presenta en el siguiente gráfico.



Fuente: Fondo Monetario Internacional

6. Relaciones fiscales intergubernamentales

Como hemos visto, el presupuesto de la Unión Europea no está diseñado para tratar con las cuestiones relacionadas con la estabilidad macroeconómica, a diferencia de los de las federaciones de larga tradición. Esto da lugar a una nueva situación contraria a los criterios para el buen funcionamiento de una unión monetaria y es que, en el caso europeo, la política de estabilidad macroeconómica se deja en manos de los estados nacionales, en lugar de desarrollarse a nivel de la Unión Monetaria Europea, como sería lo lógico. A lo más que se llega es a lo dispuesto en el artículo 121.1 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, por el cual

Los Estados miembros considerarán sus políticas económicas como una cuestión de interés común y las coordinarán en el seno del Consejo.

El Consejo, según el artículo 121.2, elaborará unas orientaciones generales para los Estados miembros y para el conjunto de la Unión con el fin de que las políticas nacionales se adapten a los principios rectores establecidos en el artículo 119.3 de precios estables, finanzas públicas y condiciones monetarias sólidas y balanza de pagos estable. Además, el artículo 126.1 establece que

Los Estados miembros evitarán déficits públicos excesivos.

Para garantizar el cumplimiento de todo lo anterior, el artículo 121.3 dispone:

Con el fin de garantizar una coordinación más estrecha de las políticas económicas y una convergencia sostenida de los resultados económicos de los Estados miembros, el Consejo, basándose en informes presentados por la Comisión, supervisará la evolución económica de cada uno de los Estados miembros y de la Unión, así como la coherencia de las políticas económicas con las orientaciones generales contempladas en el apartado 2, y procederá regularmente a una evaluación global.

En caso de que un país incumpla el contenido de las orientaciones generales o pueda poner en peligro el funcionamiento de la Unión Monetaria Europea, la Comisión Europea podrá dirigirle una advertencia y el Consejo cuantas recomendaciones considere necesarias, conforme a lo dispuesto en el artículo 121.4, las cuales podrán hacerse públicas. En otras palabras, sería acusar a un país ante todo el mundo, mercados

incluidos, de seguir políticas económicas erróneas. Las actuaciones comunitarias llegarían hasta aquí. A partir de este punto, las autoridades de la UE se lavan las manos ya que, como señala el artículo 125.1,

La Unión no asumirá ni responderá de los compromisos de los Gobiernos centrales, autoridades regionales o locales u otras autoridades públicas, organismos de Derecho público o empresas públicas de los Estados miembros, sin perjuicio de las garantías financieras mutuas para la realización conjunta de proyectos específicos. Los Estados miembros no asumirán ni responderán de los compromisos de los Gobiernos centrales, autoridades regionales o locales u otras autoridades públicas, organismos de Derecho público o empresas públicas de otro Estado miembro, sin perjuicio de las garantías financieras mutuas para la realización conjunta de proyectos específicos.

Esta disposición se suma a la del artículo 123.1, según el cual

Queda prohibida la autorización de descubiertos o la concesión de cualquier otro tipo de créditos por el Banco Central Europeo y por los bancos centrales de los Estados miembros, denominados en lo sucesivo bancos centrales nacionales, en favor de instituciones, órganos u organismos de la Unión, Gobiernos centrales, autoridades regionales o locales u otras autoridades públicas, organismos de Derecho público o empresas públicas de los Estados miembros, así como la adquisición directa a los mismos de instrumentos de deuda por el Banco Central Europeo o los bancos centrales nacionales.

La única excepción en cuanto a posibles ayudas a un país se establece en el artículo 122.2 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, según el cual,

En caso de dificultades o en caso de serio riesgo de dificultades graves en un Estado miembro ocasionadas por catástrofes naturales o acontecimientos excepcionales que dicho Estado no pudiere controlar, el Consejo, a propuesta de la Comisión, podrá acordar, en determinadas condiciones, una ayuda financiera de la Unión al Estado miembro en cuestión.

En resumen, el marco institucional de la Unión Monetaria Europea se decanta por la coordinación de las políticas económicas nacionales y la supervisión de las mismas por parte del Consejo, en lugar de plantear políticas económicas comunes, y no

solo no establece mecanismos de ayuda a los países de la zona euro en dificultades sino que prohíbe el rescate de los mismos, con independencia de si sus problemas tienen su origen en el seguimiento de políticas económicas contrarias a los requerimientos de una unión monetaria o si, por el contrario, son fruto de una crisis general. Sólo bajo circunstancias que se puedan calificar de excepcionales un Estado miembro puede recibir ayuda financiera de la Unión Europea, condicionado a que tanto la Comisión Europea como el Consejo entiendan que, en efecto, se trata de circunstancias excepcionales y que este último órgano se muestre de acuerdo en la necesidad de conceder dicha ayuda.

Esta filosofía particular de la Unión Europea contrasta con el caso de Estados Unidos, donde, según Hallerber,

*The American system foresees no role for state governments to address macroeconomic shocks*³⁴⁷.

También, a diferencia del caso europeo,

*The American Constitution places no formal fiscal restrictions on state fiscal policies, and this includes the absence of a ban on federal bailouts, there is a general assumption that the federal government will not bail out state governments. Moreover, all the states with the exception of Vermont have some form of restriction on deficits, designed to make bailouts unnecessary*³⁴⁸.

En la práctica, sin embargo, el gobierno federal sí que ha acudido en ayuda de los estados con problemas en tiempos de crisis. En la década de los 70³⁴⁹ lo hizo a través de la *General Revenue Sharing Act* de 1971 que, en su momento de máxima actuación, en 1979, supuso una transferencia de recursos a los gobiernos estatales y locales equivalente al 1,4% del gasto federal total para evitar subidas de impuestos, y la *Intergovernmental Anti-Recession Assistance Act* de 1977, que destino 2.250 millones de dólares en ayudas a los gobiernos estatales y locales en cuyos territorios la tasa de

³⁴⁷ Hallerber (2006), p. 298

³⁴⁸ Op. cit., p. 300

³⁴⁹ En este periodo se conjugaron la crisis del petróleo de 1973 con los problemas derivados de los fuertes déficit presupuestarios en que incurrió Estados Unidos para financiar la guerra de Vietnam, del elevado déficit de balanza de pagos y de la ruptura del sistema monetario de Bretton Woods. después de que el presidente Nixon declarase la inconvertibilidad del dólar el 15 de agosto de 1971.

paro superase el 4,5%. En 2003³⁵⁰, cuando 41 estados se encontraron sin recursos financieros suficientes y tuvieron que cerrar sus administraciones, se aprobó un nuevo programa de rescate por medio de la *Jobs and Growth Tax Relief Reconciliation Act*, que destinó diez mil millones de dólares para ayudar a financiar los gastos estatales en sanidad y otros cinco mil millones anuales, en 2003 y 2004, para financiar servicios esenciales. La justificación de estas operaciones, según Hallerber, fue

*to smooth out the budget cycle in the states so that the tax increases and/or spending cuts that were necessary at the state level to meet state constitution-mandate balanced budgets did not exacerbate the national recession*³⁵¹.

Todo esto se relaciona con una de las razones por las que la integración fiscal figura entre los criterios para el buen funcionamiento de una unión monetaria: que permite una diversificación de riesgos a través del presupuesto federal, que complementa a la diversificación de riesgos a través de los mercados financieros u ocupa su lugar cuando ésta no se produce. Desde esta óptica, Sachs y Sala i Martín defienden que el mejor sistema de aseguramiento en caso de un choque asimétrico es el federalismo fiscal. Para ello examinan el caso de Estados Unidos y encuentran que

a one dollar reduction in a region's per capita personal income triggers a decrease in federal taxes of about 34 cents and an increase in federal transfers of about 6 cents. Hence, the final reduction in disposable per capita income is on the order of 60 cents. That is, between one third and one half of the initial shock is absorbed by the federal government.

*The much larger reaction of taxes than transfers to these regional imbalances reflects the fact that the main mechanism at work is the federal income tax system which in turn means that the stabilization process is automatic rather than specifically designed each time there is a cyclical movement in income.*³⁵².

En 1996, Asdrubali, Sorensen y Yosha analizaron los canales interestatales de aseguramiento de riesgos en Estados Unidos en el periodo 1963-1990 y encontraron que

³⁵⁰ En 2003, la economía estadounidense se encontraba en una difícil situación tras el estallido, en 2001, de la burbuja bursátil de las puntocom.

³⁵¹ Op. cit., p. 298

³⁵² Sachs y Sala i Martín (1991) p. 1

*the federal government smoothes 13 percent of shocks to gross state product via taxes, transfers, and grants to states. By decomposing federal smoothing, we find that the federal tax system smoothes 4.3 percent of changes to gross state product, the transfer system (not including unemployment insurance) smoothes 6.3 percent, unemployment benefits smooth 1.9 percent, and grants to states smooth 2.5 percent*³⁵³.

Von Hagen también analiza el caso de Estados Unidos, con el fin de extraer recomendaciones para la Unión Monetaria Europea, y concluye que es mejor contar con un sistema descentralizado:

*unemployment insurance is strictly under the authority and financial responsibility of the states, which operate under federal guidelines demanding minimum standards. (...) The main role of the federal government is to be the lender-of-last-resort for the individual state insurance system. The US approach has the clear advantage of leaving each state with the possibility to design its system according to the preferences of its population*³⁵⁴.

Por su parte, Atkeson y Bayoumi señalan que

*taxes and transfers play a small but detectable role in insuring against regional fluctuations and that the size of this insurance is similar across the regions of the United States and the countries of Europe*³⁵⁵.

En cambio, De Grauwe, a partir de la experiencia de los diez primeros años de vida de la zona euro y de la de la crisis financiera internacional, constata la necesidad de que la Unión Monetaria Europea avance más en la integración fiscal y propugna

*a certain degree of budgetary union, giving some discretionary power to spend and to tax to a European executive, backed by a full democratic accountability of those who are given the authority to spend and to tax. This will allow setting up an insurance system against asymmetric shocks in the Eurozone*³⁵⁶.

³⁵³ Asdrubali, Sorensen y Yosha (1996), p. 1104

³⁵⁴ Von Hagen (1993), p. 281

³⁵⁵ Op. cit., p. 305

³⁵⁶ De Grauwe (2009b), p. 18

¿En qué medida puede resultarle costoso a la Unión Monetaria Europea el carecer de un sistema público de aseguramiento contra riesgos derivados de choques asimétricos? Mongelli ofrece la respuesta:

If asymmetric shocks will prevail in the future, for example due to increasing specialization, the lack of a supranational federal budget may entail significant costs³⁵⁷.

¿En qué medida funcionan los sistemas de aseguramiento de riesgos dentro de una unión monetaria? ¿Modifica la entrada en vigor de la Unión Monetaria Europea esta situación? En principio, Fatás, Andersen y Martin se mostraban escépticos al respecto:

the potential insurance benefits of a European fiscal federation have decreased over time. When we break the sample in 1979, we find that in the post-EMS period, because of increased correlations among countries, the potential for insurance of a European fiscal federation has been reduced. If, as a consequence of EMU, this trend persists in the future, the insurance possibilities of a fiscal federation will continue to fall.

(...)

There is a very high probability that any system designed to share risk across regions or countries will generate permanent transfers. The nature of these transfers, which might go into any direction (for example, from poor to rich regions), will probably conflict with the redistribution goals of structural funds³⁵⁸.

En este sentido, Bayoumi y Masson señalan que

the stabilization performed by national governments in the EC is comparable to that which occurs in the U.S. or Canadian federal fiscal systems. Therefore, there does not seem to be a case for a federal system among EC countries on stabilization grounds, unless increasing integration limits their ability to carry out stabilization policies (for instance, because of increasing tax harmonization and factor mobility)³⁵⁹.

³⁵⁷ Op. cit., p. 23

³⁵⁸ Fatás, Andersen y Martin (1998), p. 192

³⁵⁹ Bayoumi y Masson (1995), p. 269

En cambio, Forni y Reichlin afirman que

in Europe, where a large part of income volatility is associated to persistent shocks, a fiscal federation which provides cross-country smoothing via insurance is the only potentially effective policy instrument, since intertemporal stabilization policies can only smooth the short run. We have shown that more than 40% of long-run income volatility is potentially insurable and this number is non-negligible³⁶⁰.

Todos los datos y argumentos anteriores contribuyen a explicar las razones por las cuales el gobierno federal acude en apoyo de los gobiernos estatales y locales en tiempos de crisis, mediante las leyes vistas más arriba. La importancia de estas operaciones trasciende la mera ayuda económica que recibieron los gobiernos estatales y locales del presupuesto federal. Esta forma de actuar implica, en primer lugar, que el gobierno federal estadounidense asume la responsabilidad plena de las políticas de estabilidad macroeconómica y financiera para el conjunto de la unión y pretende resolver los problemas desde arriba, de forma que los niveles de gobierno más próximos al ciudadano se vean afectados por la crisis lo menos posible. Es una forma de mantener unido el país. En segundo término, el hecho de que el gobierno federal asuma la financiación de dichos programas de ayuda implica que, si tiene que emitir deuda, lo hará con una calificación crediticia menor y, por tanto, con tipos de interés más bajos, de lo que conseguirían los respectivos gobiernos estatales y locales, ya que su situación financiera, cuando necesitaron las ayudas, era mucho peor que la del gobierno federal y, por tanto, la calificación crediticia de su deuda hubiera sido más baja y el coste de la misma mucho más elevado. Por último, en un contexto de libertad de movimientos de capitales, la intervención del gobierno federal evita que se produzcan movimientos de capitales, con origen en los estados con mayor deterioro fiscal y destino en aquellos otros con posiciones fiscales más saneadas. Las ayudas a través del presupuesto federal impiden esta huida hacia la calidad de los capitales, que dificultaría todavía más la financiación de los gobiernos estatales y locales con problemas presupuestarios.

De esta forma, el gobierno federal actúa, en tiempos de crisis, como una autoridad fiscal para el conjunto de la unión, con capacidad para realizar transferencias intergubernamentales y emitir deuda con el fin de contribuir a la resolución de los

³⁶⁰ Forli y Reichlin (1999), p. 1254

problemas de las unidades que constituyen la federación. En última instancia, este es un mecanismo de integración que contribuye a mantener la unión, tanto la política como la monetaria. El hecho de que la Unión Monetaria Europea careciese de este tipo de mecanismos cuando estalló la crisis financiera internacional es uno de los factores institucionales que explica la transformación de la misma en una crisis de la zona euro.

7. El Pacto de Estabilidad y Crecimiento

A diferencia del caso estadounidense, en el momento en que estalló la crisis los estados miembros de la Unión Monetaria Europea no incluían en sus constituciones referencia alguna al mantenimiento del equilibrio presupuestario. Lo que si existía, en cambio, era una regla europea que establecía límites al déficit y la deuda pública de los países de la zona euro, de acuerdo con los criterios para el buen funcionamiento de una unión monetaria. Esa regla es el Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

El origen del mismo se encuentra en la experiencia de la Unión Europea con la ruptura del Sistema Monetario Europeo en 1992. Para Buiter, Corsetti y Pesenti, la razón de la misma es la siguiente:

During the first three quarters of 1992, the policy mix accompanying the reunification of Germany, as well as sizeable asymmetries in the macroeconomic and political conditions in many European countries, generated strong tensions, of increasing severity, in the EMS. The main factor underlying the eruption of the ERM crisis in September 1992 was the unwillingness by European policymakers to agree on a cooperative policy response to these tensions³⁶¹.

Después de esta experiencia, la Unión Europea decidió fortalecer los mecanismos de cooperación en materia de política económica de cara al día después de la entrada en vigor de la Unión Monetaria Europea. Como, a partir de ese momento, la política monetaria sería común para todos los miembros de la zona euro, el Consejo Europeo celebrado en Madrid en diciembre de 1995 insistió en la importancia crucial de garantizar la disciplina financiera. Aunque el Tratado de Maastricht³⁶², en su artículo

³⁶¹ Buiter, Corsetti y Pesenti (1998), p. 3

³⁶² La referencia al Tratado de Maastricht se toma porque es el que estaba en vigor en aquellos momentos.

104 C (actual artículo 126.1 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea), establecía la obligación de que los países miembros de la Unión Monetaria Europea evitasen los déficit presupuestarios excesivos, el Consejo Europeo creyó necesario ir más allá y, en su reunión de diciembre de 1996 en Dublín, llegó a un acuerdo sobre los principales elementos del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. *El Pacto se compone de la Resolución del Consejo sobre el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Ámsterdam, 17 de junio de 1997 (97/C 236/01)*³⁶³, del Reglamento (CE) n° 1466/97 del Consejo de 7 de julio de 1997 relativo al reforzamiento de la supervisión de las situaciones presupuestarias y a la supervisión y coordinación de las políticas económicas³⁶⁴ y del Reglamento (CE) n° 1467/97 del Consejo de 7 de julio de 1997 relativo a la aceleración y clarificación del procedimiento de déficit excesivo³⁶⁵.

El apartado I de la Resolución del Consejo establece el límite a partir del cual se considera que un déficit presupuestario es excesivo, al manifestar que

*La adhesión al objetivo de conseguir situaciones presupuestarias saneadas próximas al equilibrio o con superávit permitirá a los Estados miembros hacer frente a fluctuaciones cíclicas normales, manteniendo al mismo tiempo el déficit público dentro del valor de la referencia del 3% del PIB*³⁶⁶.

El texto, por tanto, no sólo establece un techo al déficit presupuestario, sino también el objetivo de alcanzar una situación de equilibrio o de superávit en las cuentas públicas. Para dar más fuerza a la consecución de dicho objetivo, la Resolución establece, en el punto 1, que los Estados miembros

*se comprometen a respetar el objetivo presupuestario a medio plazo establecido en sus programas de estabilidad o convergencia*³⁶⁷ *consistente en conseguir situaciones presupuestarias próximas al equilibrio o con superávit, y a tomar las medidas presupuestarias correctoras que estimen necesarias para alcanzar los*

³⁶³ Diario Oficial de las Comunidades Europeas N° C 236, de 2 de agosto de 1997

³⁶⁴ Diario Oficial de las Comunidades Europeas N° L 209, de 2 de agosto de 1997

³⁶⁵ Diario Oficial de las Comunidades Europeas N° L 209, de 2 de agosto de 1997

³⁶⁶ Ese nivel es el mismo que establecen los criterios de convergencia para que un país pueda acceder a la Unión Monetaria Europea.

³⁶⁷ Para poder acceder a la Unión Monetaria Europea, los Estados deben tener programas de convergencia que incluyan previsiones macroeconómicas y de evolución del déficit público a medio plazo hasta alcanzar el nivel de referencia del 3% del PIB. Una vez que pasen a formar parte de la misma, tienen la obligación de elaborar programas de estabilidad de las mismas características para alcanzar el objetivo de equilibrio o superávit presupuestario que sirvan, además, para la supervisión multilateral periódica que establece el artículo 121.3 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea.

objetivos fijados en sus programas de estabilidad y convergencia, tan pronto dispongan de información que ponga de manifiesto divergencias significativas, tanto reales como previstas, de dichos objetivos.

La Resolución señala, además, que los Estados miembros

4. *pondrán en marcha sin demora los ajustes presupuestarios correctores que estimen necesarios cuando reciban información que señale un riesgo de déficit excesivo;*
5. *corregirán los déficit excesivos tan pronto como sea posible una vez que éstos se hayan producido; dicha corrección deberá haber terminado no más tarde del año siguiente al de la identificación del déficit excesivo, salvo que concurren circunstancias especiales.*

Entre esas circunstancias especiales se encuentra una grave recesión.

El Reglamento (CE) n° 1466/97 del Consejo, de 7 de julio de 1997, relativo al reforzamiento de la supervisión de las situaciones presupuestarias y a la supervisión y coordinación de las políticas económicas, establece, en su artículo 3, la obligación de los Estados miembros de la Unión Monetaria Europea de presentar programas de estabilidad así como el contenido de los mismos en relación a los objetivos a medio plazo en materia de déficit presupuestario y deuda pública, los principales supuestos sobre la evolución económica esperada y las medidas de política económica para alcanzar dichos objetivos y un análisis del efecto que las modificaciones de dichos supuestos producirán en los objetivos de déficit y deuda. El artículo 7 hace lo mismo en relación con los programas de convergencia. El artículo 5.1 faculta al Consejo Europeo para examinar

si el objetivo presupuestario a medio plazo establecido en el programa de estabilidad aporta un margen de seguridad para evitar que se produzca un déficit excesivo, si los supuestos económicos en los que se basa el programa son realistas y si las medidas que se están adoptando o se propone adoptar bastan para alcanzar la trayectoria de ajuste de manera que pueda conseguirse el objetivo presupuestario a medio plazo.

El Consejo examinará asimismo si las medidas del programa de estabilidad facilitan una coordinación más estrecha de las políticas económicas y si las

políticas económicas del Estado miembro de que se trate son coherentes con las orientaciones generales de política económica.

A su vez, el artículo 6 faculta al Consejo para vigilar el cumplimiento del programa de estabilidad y para emitir recomendaciones en caso de desvío de los objetivos del mismo. Los artículos 9 y 10 hacen lo mismo que los dos anteriores, pero en referencia a los programas de convergencia.

Por lo que se refiere al *Reglamento (CE) n° 1467/97 del Consejo, de 7 de julio de 1997, relativo a la aceleración y clarificación del procedimiento de déficit excesivo*, éste, en su artículo 8, faculta al Consejo Europeo para imponer sanciones en caso de que un Estado miembro con déficit excesivo no adopte las medidas necesarias para corregirlos o de que haya planificado deliberadamente dicho déficit. Este procedimiento no se aplicará si concurren las circunstancias excepcionales previstas en el artículo 2.2, que considera que

la superación del valor de referencia debido a una grave recesión económica es excepcional únicamente cuando se registre una disminución anual del PIB real del 2%, como mínimo.

El artículo 2.3 también considera que una situación es excepcional cuando el Estado miembro afectado demuestre al Consejo que

pese a ser inferior al 2%, la disminución anual del PIB real es, no obstante, excepcional a la luz de otros datos complementarios, referentes, en particular, a la brusquedad de la recesión o la pérdida acumulada de la producción en relación con anteriores tendencias.

Aunque la coordinación de las políticas económicas constituyó uno de los objetivos fundamentales desde el momento de la fundación de la Comunidad Económica Europea en 1957 y ya se incluyó en el Tratado de Roma, porque es necesaria para el buen funcionamiento de una unión monetaria, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento marca un importante contrapunto. Por primera vez dicha coordinación viene regulada por un acto jurídico de obligado cumplimiento como es un reglamento comunitario, lo que la convierte en obligatoria. Para reforzar este carácter, el Pacto de Estabilidad fuerza a los estados miembros a cumplir con dicha obligación mediante la presentación de programas de estabilidad, faculta a la más alta autoridad de la UE, el

Consejo Europeo, para supervisar dichos programas y establece un régimen de sanciones en caso de incumplimiento de los objetivos marcados. En consecuencia, la coordinación de las políticas económicas ya no se deja a la libre voluntad de los estados miembros, sino que se impone, con fuerza de ley, a través de una resolución del Consejo y dos reglamentos comunitarios.

Lo que en ningún momento establece el Pacto de Estabilidad y Crecimiento es un mecanismo de ayuda para que los países miembros de la zona euro puedan cumplir sus compromisos de estabilidad financiera en situaciones de crisis a través de transferencias desde una autoridad presupuestaria comunitaria, como vimos que hace el gobierno federal estadounidense cuando los gobiernos estatales y locales tienen dificultades financieras. Tampoco hace referencia, en ningún caso, al establecimiento de esa autoridad fiscal comunitaria.

7.1 El Informe Sapir y la reforma del Pacto de Estabilidad

La aplicación del Pacto de Estabilidad, sin embargo, adolecía de un defecto: la ausencia de una institución capaz de imponer a todos su contenido. El Consejo Europeo, en este sentido, es, en cierto modo, juez y parte porque en él se sientan también los países afectados por procedimientos de déficit excesivo. Y no todos los Estados miembros tienen los mismos votos y la misma fuerza dentro del Consejo. Así, cuando hubo que apereibir a Portugal por déficit excesivo no hubo ningún problema, pero sí cuando los Estados afectados fueron Alemania y Francia. Ambos países se embarcaron, a finales de la década de 1990 y principios de la de 2000 en sendas políticas de recorte de impuestos. El 30 de mayo de 2001, Francia introdujo un impuesto negativo sobre la renta de las personas físicas. También rebajó el tipo del impuesto de sociedades al 33,33% después de que, en 1997, el Gobierno redujera en un punto el tipo del IVA. Además, se mejoró el tratamiento fiscal de las ganancias de capital, en particular de las opciones sobre acciones. Por su parte, Alemania redujo el tipo del impuesto de sociedades del 40% al 25%, recortó el tipo máximo del impuesto sobre la renta de las personas físicas del 53 al 42%, disminuyó el tipo mínimo y aumentó el mínimo vital exento de tributación y las subvenciones por hijos.

En varios informes mensuales, el Banco Central Europeo criticó estas políticas fiscales de Francia y Alemania porque no venían acompañadas de recortes en el gasto, mientras que el mantenimiento de una situación presupuestaria estable se debía a la recaudación tributaria adicional que estaba aportando el crecimiento económico. Por ejemplo, en junio de 2000, el BCE señalaba:

La mejora de los saldos presupuestarios en los Estados miembros junto con las reformas fiscales anunciadas suponen, claramente, un paso en la dirección correcta. No obstante, en el contexto de la expansión actual y de los recortes impositivos planeados, los países miembros no están concediendo bastante importancia a la contención del gasto discrecional. Esto introduce un sesgo procíclico en sus políticas fiscales, sesgo que es incompatible con el marco de política económica establecido en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, en el que se propugna el pleno funcionamiento de los estabilizadores automáticos durante el ciclo³⁶⁸.

Por tanto, advertía el BCE, si cambiaba el signo de la coyuntura, estos países perderían dichos ingresos extraordinarios e incumplirían el Pacto de Estabilidad. Así fue. El 30 de enero de 2002 la Comisión Europea abrió expediente a Alemania por déficit excesivo y el 21 de enero de 2003 hizo lo mismo con Francia. En tan sólo trece días los expedientes se cerraron porque ambas naciones hicieron valer su peso dentro de la Unión Europea y sus instituciones para evitar que se les aplicara lo dispuesto en el *Reglamento (CE) n° 1467/97* antes citado. El Pacto de Estabilidad, de esta manera, se convertía en papel mojado.

Mientras esto sucedía, la Comisión Europea invitó, en julio de 2002, a un grupo de expertos de alto nivel a analizar las consecuencias de dos objetivos estratégicos para la Unión Europea: convertir a la UE, en 2010, en la economía del conocimiento más dinámica y competitiva del mundo, la llamada ‘Agenda de Lisboa’, y la ampliación de la Unión a doce nuevos miembros, entre ellos diez países ex comunistas del centro y este de Europa. Para ello, la Comisión solicitó al grupo de expertos que examinaran todo el conjunto de políticas económicas de la UE y que diseñaran una estrategia para conseguir un crecimiento económico más rápido, manteniendo la estabilidad macroeconómica y avanzando en la cohesión dentro de la Unión Europea ampliada. En

³⁶⁸ BCE (2000), p. 46

julio de 2003, el grupo presentó el resultado de sus trabajos, bajo el título de *An Agenda for a Growing Europe*. El documento fue conocido como *Informe Sapir* en honor al presidente del grupo de estudio, André Sapir.

Al examinar las políticas económicas de la UE, los redactores del documento encontraron satisfactoria la ejecución de la política monetaria común por parte del Banco Central Europeo. Sin embargo, se mostraron críticos con la evolución de la política fiscal de varios Estados miembros de la Unión Monetaria Europea:

*In the public finance area, budgetary policies have not reverted to those of the pre-Maastricht era, but several countries (notably the largest members of the euro area) failed to create the necessary room for manoeuvre under the 3% of GDP deficit ceiling during favorable growth conditions. As a result, they found their fiscal policy increasingly constrained in a situation of protracted economic sluggishness*³⁶⁹.

En consecuencia, dicha situación estaba poniendo en cuestión el Pacto de Estabilidad:

*Evidently, some political economy factors which underpinned the success of Maastricht have not carried over into EMU: diminished political ownership of EU fiscal rules and the limited incentives to run prudent policies in good times are at the root of the current difficulties with the SGP*³⁷⁰. *Several Member States failed to abide by the “fiscal philosophy” of the SGP which implies attaining close to balanced structural positions and let automatic stabilizers play freely. Since exceeding the 3% of GDP deficit ceiling still carries a political cost, high-deficit countries came to face an increasingly difficult dilemma between sticking to the rules and sustaining demand in a situation of protracted economic sluggishness*³⁷¹.

La causa de esta situación, según el informe, es que

For EMU, it is hard to escape the conclusion that the EU has been facing more difficulties than expected in implementing the commitment approach to fiscal policy and that it has not yet found an organizing concept for the design and the

³⁶⁹ Comisión Europea (2003), p. 54

³⁷⁰ Pacto de Estabilidad y Crecimiento, en sus siglas en inglés

³⁷¹ Op. cit., p. 55

*operation of economic policy coordination. Also the respective roles of the Council(s) and the Commission have not yet stabilized*³⁷².

Siguiendo esta línea argumental, el texto, en consonancia con los criterios para el buen funcionamiento de una unión monetaria, recuerda la importancia de contar con reglas fiscales en una unión monetaria:

The basic reason for having fiscal rules in a monetary union concerns the potential spillovers of fiscal policy onto monetary policy. These spillovers have two dimensions. In the short run, inadequate fiscal policies would overburden monetary policy thereby leading to an unbalanced policy mix. This risk is particularly high in the event of a pro-cyclical budgetary behaviour in times of economic upturn. In the long run, an undisciplined fiscal policy, by leading to an unsustainable accumulation of public debt, would increase the risk of financial instability, create pressures for debt monetization and threaten the independence of the central bank.

*Both short-term and long-term spillovers are of direct concern also for the main goal of this Report, namely reviving economic growth in Europe: an unbalanced policy mix and rising public debt would result in high real interest rates which would stifle investment and growth*³⁷³.

Por ello, el informe recomienda que

*Now that Economic and Monetary Union and the single currency have delivered price stability, it is time to consolidate this achievement. Some features of the way macroeconomic policy is set should be improved. The monetary and fiscal policy framework of EMU should be made more symmetric over the phases of the cycle. The implementation of the Stability and Growth Pact should focus more on long-term sustainability by taking into account both explicit and implicit public liabilities in the assessment of national budgetary positions. The policy framework for EMU should be upgraded to improve policy coordination among euroarea countries*³⁷⁴.

³⁷² Op. cit., p. 89

³⁷³ Op. cit., p. 136

³⁷⁴ Op. cit., p. 127

En otras palabras, había que reformar el Pacto de Estabilidad.

Teniendo en cuenta esta situación, y con el *Informe Sapir* sobre la mesa, el Consejo Europeo, en su reunión de los días 22 y 23 de marzo de 2005, en Bruselas, dio instrucciones a la Comisión Europea para que presentara propuestas de reforma de los dos reglamentos comunitarios que regulaban el Pacto de Estabilidad. De ahí surgieron dos nuevos textos: el Reglamento (CE) n° 1055/2005 del Consejo, de 27 de junio de 2005, por el que se modifica el *Reglamento (CE) n° 1466/97 del Consejo relativo al refuerzo de la supervisión de las situaciones presupuestarias y a la supervisión y coordinación de las políticas económicas*³⁷⁵, y el Reglamento (CE) n° 1056/2005 del Consejo, de 27 de junio de 2005, por el que se modifica el *Reglamento (CE) n° 1467/97 relativo a la aceleración y clarificación del procedimiento de déficit excesivo*³⁷⁶.

El primer reglamento, en línea con el *Informe Sapir*, rebaja las exigencias de coordinación al incluir en el Reglamento (CE) n° 1466/97 un artículo 2 bis en el que se dice que

Cada Estado miembro tendrá un objetivo a medio plazo diferenciado para su situación presupuestaria. Estos objetivos presupuestarios a medio plazo específicos de cada país podrán diferir del requisito de una situación de proximidad al equilibrio o superávit.

También de acuerdo con el *Informe Sapir*, ese mismo artículo 2 bis indica, más adelante, que

los objetivos presupuestarios a medio plazo específicos de cada país se enunciarán dentro de una variación definida de entre el – 1 % del PIB y el equilibrio o el superávit, en términos de ajuste en función del ciclo y una vez aplicadas las medidas transitorias y temporales.

En consecuencia, se establece la obligación de que el déficit no supere el 1% del PIB, si bien se añade también la expresión “en función del ciclo”. La evolución del saldo presupuestario a lo largo del ciclo económico pasa, de esta forma, a ser el elemento clave, lo que abre las puertas a la flexibilidad en cuanto al cumplimiento de las

³⁷⁵ Diario Oficial de la Unión Europea N° L 174, de 7 de julio de 2005

³⁷⁶ Diario Oficial de la Unión Europea N° L 174, de 7 de julio de 2005

exigencias del Pacto de Estabilidad. De hecho, el artículo 5.1, párrafo primero, del reglamento original se sustituye por un nuevo texto en el que se dice:

(...) El Consejo, al evaluar la trayectoria de ajuste hacia el objetivo presupuestario a medio plazo, examinará si el Estado miembro de que se trate persigue la mejora anual de su saldo presupuestario ajustado en función del ciclo, una vez aplicadas las medidas excepcionales y otras medidas temporales, necesaria para cumplir su objetivo presupuestario a medio plazo, tomando como valor de referencia un 0,5 % del PNB. El Consejo tendrá en cuenta si se hace un esfuerzo mayor de ajuste en tiempos de bonanza económica, mientras que el esfuerzo puede ser más limitado en tiempos adversos para la economía.

Al definir la trayectoria de ajuste hacia el objetivo presupuestario a medio plazo para los Estados miembros que todavía no han alcanzado ese objetivo, y al permitir una desviación temporal respecto de dicho objetivo para los Estados miembros que ya lo han alcanzado, a condición de que se mantenga un margen de seguridad adecuado con respecto al valor de referencia del déficit y se prevea el retorno de la situación presupuestaria al objetivo presupuestario a medio plazo dentro del período de programación, el Consejo tendrá en cuenta la realización de importantes reformas estructurales que tengan efectos directos de ahorro a largo plazo, entre otras cosas incrementando el crecimiento potencial, y que tengan por tanto una repercusión comprobable en la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas.

Se prestará especial atención a la reforma de las pensiones mediante la introducción de un sistema multipilares que incluya un pilar obligatorio totalmente financiado. Los Estados miembros que realicen dichas reformas podrán desviarse de la trayectoria de ajuste hacia su objetivo presupuestario a medio plazo o del objetivo mismo, con una desviación que refleje el coste neto de la reforma para el pilar sometido a gestión pública, a condición de que la desviación sea temporal y se mantenga un margen de seguridad adecuado con respecto al valor de referencia del déficit.

En consecuencia, además de tener en cuenta el ciclo económico a la hora de calcular el déficit, también habrá que hacerlo con aquellas reformas estructurales que, por su

naturaleza, tengan impacto sobre las cuentas públicas, en especial la reforma de los sistemas públicos de pensiones.

El Reglamento (CE) n° 1056/2005 del Consejo, de 27 de junio de 2005, por el que se modifica el Reglamento (CE) n° 1467/97 relativo a la aceleración y clarificación del procedimiento de déficit excesivo, va en la misma línea. Los apartados 2 y 3 del artículo 2 del Reglamento (CE) n° 1467/97 se sustituyen por el siguiente texto:

2. La Comisión y el Consejo, al evaluar la existencia de un déficit excesivo y decidir al respecto, de conformidad el artículo 104, apartados 3 a 6, del Tratado, podrán considerar que una superación del valor de referencia resultante de una grave recesión económica es excepcional en el sentido del artículo 104, apartado 2, letra a), segundo guion, si el exceso sobre el valor de referencia se deriva de una tasa negativa de crecimiento anual del PIB en volumen o de una pérdida acumulada de producción durante un período prolongado de muy bajo crecimiento anual del PIB en volumen en relación con su potencial.

3. La Comisión, para la elaboración del informe previsto en el artículo 104, apartado 3, del Tratado, tendrá en cuenta todos los factores pertinentes indicados en dicho artículo. El informe de la Comisión deberá reflejar de forma adecuada la evolución de la situación económica a medio plazo (en particular, el potencial de crecimiento, las condiciones cíclicas imperantes, la aplicación de políticas en el marco del programa de Lisboa y de políticas encaminadas a fomentar la investigación y desarrollo y la innovación) y la evolución de la situación presupuestaria a medio plazo (particularmente, los esfuerzos de saneamiento presupuestario en coyunturas favorables, la sostenibilidad de la deuda, la inversión pública y la calidad global de las finanzas públicas). Además, la Comisión prestará la debida consideración a cualquier otro factor que, en opinión del Estado miembro afectado, sea pertinente para evaluar globalmente en términos cualitativos la superación del valor de referencia y que el Estado miembro haya puesto en conocimiento de la Comisión y del Consejo. En este contexto, deberá prestarse especial atención a los esfuerzos presupuestarios encaminados a aumentar o a mantener en un nivel elevado las contribuciones financieras dirigidas a reforzar la solidaridad internacional y alcanzar los objetivos de la política europea, en particular la unificación de Europa, en caso

de que ésta afecte negativamente al crecimiento o a la carga presupuestaria del Estado miembro afectado. Una evaluación global equilibrada deberá incluir todos estos factores.

4. Si se cumple plenamente la doble condición del principio general —a saber, que, antes de que se hayan tomado en consideración los factores pertinentes mencionados en el apartado 3, el déficit público general se mantenga cercano al valor de referencia y que la superación de dicho valor tenga carácter temporal—, los mencionados factores se tendrán también en cuenta en las etapas conducentes a la decisión sobre la existencia de un déficit excesivo, previstas en el artículo 104, apartados 4, 5 y 6, del Tratado. La evaluación global equilibrada que ha de realizar el Consejo deberá incluir todos estos factores.

5. La Comisión y el Consejo, en todas las evaluaciones presupuestarias en el marco del procedimiento de déficit excesivo, prestarán la debida consideración a la introducción de reformas de las pensiones que supongan la creación de un régimen mixto que incluya un sistema de plena capitalización obligatorio.

6. Si, sobre la base del artículo 104, apartado 6, del Tratado, el Consejo ha decidido declarar la existencia de un déficit excesivo en un Estado miembro, la Comisión y el Consejo deberán tener en cuenta los factores pertinentes mencionados en el apartado 3 también en las siguientes etapas del procedimiento contemplado en el artículo 104, incluidas las indicadas en el artículo 3, apartado 5, y artículo 5, apartado 2, del presente Reglamento. No obstante, dichos factores pertinentes no deberán tenerse en cuenta en las decisiones que adopte el Consejo en virtud del artículo 104, apartado 12, del Tratado con vistas a la derogación de algunas o la totalidad de sus decisiones mencionadas en los apartados 6 a 9 y 11 del artículo 104.

7. En el caso de los Estados miembros en los que el déficit exceda del valor de referencia pero la superación sea escasa y refleje la aplicación de reformas de las pensiones que introduzcan un régimen mixto que incluya un sistema de plena capitalización obligatorio, la Comisión y el Consejo considerarán también el coste de la reforma del componente de financiación pública del régimen de pensiones a la hora de evaluar la evolución de las cifras de déficit en el procedimiento de déficit excesivo. Para ello se tendrá en cuenta el coste neto de

la reforma sobre una base lineal regresiva durante un período transitorio de cinco años. Este coste neto deberá tenerse en cuenta también en la decisión que adopte el Consejo en virtud del artículo 104, apartado 12, del Tratado con vistas a la derogación de algunas o la totalidad de sus decisiones mencionadas en los apartados 6 a 9 y 11 de dicho artículo, si el déficit ha disminuido de manera importante y continua y ha alcanzado un nivel cercano al valor de referencia.

La relajación del Pacto de Estabilidad, a la luz de esta enmienda, es clara. Primero, no sólo se elimina la exigencia de una recesión superior al 2% para dejarlo en “una tasa negativa de crecimiento anual del PIB”, sino que se añade también la coletilla de “un período prolongado de muy bajo crecimiento anual del PIB en volumen en relación con su potencial”. También, a la hora de calcular el déficit, habrá que tener en cuenta las inversiones en infraestructuras, en I+D y las relacionadas con el establecimiento y desarrollo de la sociedad de la información en la Unión Europea, así como los gastos necesarios para la reforma del sistema de pensiones. Y al señalar que “deberá prestarse especial atención a los esfuerzos presupuestarios encaminados a aumentar o a mantener en un nivel elevado las contribuciones financieras dirigidas a reforzar la solidaridad internacional y alcanzar los objetivos de la política europea, en particular la unificación de Europa”, lo que se dice es que tampoco entra en el cómputo del déficit ni las ayudas de Alemania a los länder de la antigua RDA para su desarrollo económico ni las aportaciones que realizan los países contribuyentes netos al presupuesto de la UE.

En resumen, el rigor inicial del Pacto de Estabilidad se abandonó para llevar a cabo una reforma a la carta conforme a los intereses de Alemania y Francia que restó credibilidad a toda la regulación sobre la Unión Monetaria Europea establecida en el Tratado de Maastricht y en los desarrollos legislativos posteriores. Previamente ya se había producido otro incumplimiento, el del artículo 109 J del Tratado de Maastricht, que establece los criterios de convergencia, al permitir que Austria, Bélgica, España, Grecia, Holanda, Irlanda e Italia ingresaran en la Unión Monetaria Europea con un nivel de deuda pública superior al 60% del PIB fijado por el Tratado. En el momento del examen de convergencia para la creación de la Unión Monetaria Europea, estos países tenían un nivel de deuda algo superior al del establecido por el criterio de convergencia, excepto Bélgica e Italia, que superaban el nivel del 100% del PIB. Sin embargo, como estas dos últimas naciones habían sido fundadoras tanto de la Comunidad Europea del

Carbón y del Acero como de la Comunidad Económica Europea, se consideró que no se las podía dejar fuera del euro si cumplían los demás requisitos, con lo que el criterio de convergencia en materia de deuda pública se transformó en una recomendación que favoreció a los demás países que superaban este nivel. Con posterioridad, Grecia se benefició de ello puesto que, cuando ingresó en la zona euro, en 2001, su nivel de deuda estaba próximo al 100% del PIB. Después de este precedente, la reforma del Pacto de Estabilidad envió un mensaje de relajación de la normativa comunitaria en relación con el euro, de que no había ninguna institución con la capacidad necesaria para imponer el cumplimiento del contenido de los Tratados y de la normativa que se deriva de ellos y de que la propia letra de la ley podía cambiarse en función de las circunstancias y los intereses de cada momento. Este hecho constituye una de las explicaciones de por qué los mercados financieros no se creyeron la cláusula de no rescate de ningún país en dificultades que establecen los artículos 123.1 y 125.1 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea y contribuyó a la transformación de la crisis financiera internacional en la crisis de la Unión Monetaria Europea.

8. Convergencia fiscal

¿En qué medida los tratados europeos y el Pacto de Estabilidad y Crecimiento han promovido la convergencia fiscal, entendida como la reducción del déficit presupuestario en los estados miembros de la Unión Monetaria Europea? Dado que uno de los criterios para el buen funcionamiento de una unión monetaria europea establece la conveniencia de que ésta se dote de reglas fiscales para los países miembros, conviene examinar en qué medida el Tratado de Maastricht y, posteriormente, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento han promovido la convergencia fiscal desde que la Unión Europea acordó poner en marcha la Unión Monetaria Europea.

Uno de los criterios de convergencia para acceder a la Unión Monetaria Europea establece que el déficit presupuestario no debe superar el nivel del 3% del PIB. Al analizar el grado de avance en este terreno, el Instituto Monetario Europeo señala que

En 1997 se han logrado reducciones significativas de los déficit públicos de los países de la UE y, en algunos pocos, las posiciones fiscales se encontraban en superávit. La ratio de déficit público del conjunto de la UE ha descendido hasta

el 2,4% del PIB, lo que representa una reducción de 1,8 puntos porcentuales respecto a 1996³⁷⁷.

De Bandt y Mongelli profundizan en el estudio de la convergencia fiscal durante el periodo 1970-1998 y encuentran que

for euro area countries cross-correlation has increased steadily over the sample period and that fiscal dispersion has been declining at a sustained pace among all countries in the sample. There is evidence of cointegration across the euro area for several countries on the basis of total current revenue, and also for total current expenditure. However, when the series are corrected for the business cycle, cointegration is only accepted for net lending³⁷⁸.

Willett, Permpoon y Wihlborg estiman que la causa de esta convergencia reside en que

As with fiscal policy, it appears that the need to meet initial entry requirements for joining the eurozone provided a much stronger spur to reforms than have the realities of living with fixed rates since³⁷⁹.

¿Qué ha sucedido con la convergencia fiscal después de la entrada en vigor de la Unión Monetaria Europea? De acuerdo con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, todos los estados miembros debían mantener su saldo fiscal por debajo del 3% del PIB, excepto en casos de circunstancias excepcionales y de forma transitoria, y tender hacia el equilibrio presupuestario a medio plazo o, incluso, hacia posiciones de superávit presupuestario. Por ello, Artis y Buti entienden que

the Stability and Growth Pact can be interpreted as a commitment device to recover room for manoeuvre for fiscal policy to sustain the cycle. Indeed, sound budgetary positions in normal times may be important for the effective use of fiscal policy for stabilization purposes in periods of cyclical slowdown³⁸⁰.

En teoría, una vez logrados los objetivos fijados por el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, los presupuestos nacionales de los países de la eurozona deberían ser

³⁷⁷ IME (1998), p. 4

³⁷⁸ De Bandt y Mongelli (2000), p. 6

³⁷⁹ Willett, Permpoon y Wihlborg (2010), p. 853

³⁸⁰ Artis y Buti (2000), p. 566

capaces de resistir incluso problemas severos que afecten a la actividad económica y el empleo. Para Buti, Franco y Ongena,

*Once the steady state of a budgetary position ‘close to balance or in surplus’ is reached, the margins around this target should provide sufficient leeway for the automatic stabilizers to operate fully*³⁸¹.

Ademas, estos autores consideran que

*the effectiveness of budgetary policy is higher in a situation of low fiscal imbalances*³⁸².

En consecuencia, una crisis no debería traducirse en serios problemas presupuestarios para los países de zona euro, debido al funcionamiento de los estabilizadores automáticos, si las posiciones fiscales de partida son sanas. ¿En qué medida la crisis de la zona euro lo desmiente? Para averiguarlo se va a analizar la evolución del saldo presupuestario de la zona euro y de los países que forman parte de la misma. El siguiente cuadro recoge los datos de déficit o superávit presupuestario, en porcentaje del PIB, desde 1998, cuando ya se conocía qué países iban a formar parte desde el principio de la Unión Monetaria Europea, hasta 2010, dado que en el momento de cerrar este trabajo los datos correspondientes a 2011 aún no habían sido publicados por Eurostat.

Saldo presupuestario, en % del PIB

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Zona euro 16	-2.3	-1.4	0.0	-1.9	-2.6	-3.1	-2.9	-2.5	-1.4	-0.7	-2.0	-6.3	-6.0
Alemania	-2.2	-1.5	1.3	-2.8	-3.7	-4.0	-3.8	-3.3	-1.6	0.3	0.1	-3.0	-3.3
Austria	-2.4	-2.3	-1.7	0.0	-0.7	-1.4	-4.4	-1.7	-1.5	-0.9	-0.9	-4.1	-4.6
Bélgica	-0.9	-0.6	0.0	0.4	-0.1	-0.1	-0.3	-2.8	0.2	-0.3	-1.3	-5.9	-4.1
Chipre	-4.1	-4.3	-2.3	-2.2	-4.4	-6.5	-4.1	-2.4	-1.2	3.4	0.9	-6.0	-5.3
Eslovaquia	-5.3	-7.4	-12.3	-6.5	-8.2	-2.8	-2.4	-2.8	-3.2	-1.8	-2.1	-8.0	-7.9
Eslovenia	-2.4	-3.0	-3.7	-4.0	-2.5	-2.7	-2.2	-1.4	-1.3	-0.1	-1.8	-6.0	-5.6
España	-3.2	-1.4	-1.0	-0.6	-0.5	-0.2	-0.3	1.0	2.0	1.9	-4.2	-11.1	-9.2
Estonia	-0.7	-3.5	-0.2	-0.1	0.3	1.7	1.6	1.6	2.4	2.5	-2.8	-1.7	0.1
Finlandia	1.5	1.6	6.8	5.0	4.0	2.4	2.3	2.7	4.0	5.2	4.2	-2.6	-2.5
Francia	-2.6	-1.8	-1.5	-1.5	-3.1	-4.1	-3.6	-2.9	-2.3	-2.7	-3.3	-7.5	-7.0
Grecia	n.a.	n.a.	-3.7	-4.5	-4.8	-5.6	-7.5	-5.2	-5.7	-6.4	-9.4	-15.4	-10.5
Holanda	-0.9	0.4	2.0	-0.2	-2.1	-3.1	-1.7	-0.3	0.5	0.2	0.6	-5.5	-5.4
Irlanda	2.4	2.7	4.8	0.9	-0.3	0.4	1.4	1.6	2.9	0.1	-7.3	-14.3	-32.4
Italia	-2.8	-1.7	-0.8	-3.1	-2.9	-3.5	-3.5	-4.3	-3.4	-1.5	-2.7	-5.4	-4.6
Luxemburgo	3.4	3.4	6.0	6.1	2.1	0.5	-1.1	0.0	1.4	3.7	3.0	-0.9	-1.7
Malta	-9.9	-7.7	-6.2	-6.4	-5.5	-9.9	-4.7	-3.0	-2.7	-2.4	-4.5	-3.7	-3.6
Portugal	-3.5	-2.7	-2.9	-4.3	-2.9	-3.0	-3.4	-5.9	-4.1	-3.1	-3.5	-10.1	-9.1

Fuente: Eurostat

³⁸¹ Buti, Franco y Ongena (1998), p. 93

³⁸² Op. cit., p. 95

Para interpretar el cuadro correctamente, es preciso tener en cuenta que Grecia no ingresó en la Unión Monetaria Europea hasta 2001, debido a que hasta entonces no había cumplido los criterios de convergencia, al menos sobre el papel. Las cifras de Grecia corresponden a la revisión de las mismas que realizó la Comisión Europea una vez que se descubrió que el país había falseado sus datos. Igualmente cabe recordar que Chipre, Malta, Estonia, Eslovaquia y Eslovenia no fueron miembros de la Unión Europea hasta 2004, por lo que la evolución de su saldo presupuestario refleja los esfuerzos de consolidación fiscal realizados para poder acceder al euro. Eslovenia se incorporó a la Unión Monetaria Europea en 2007, Chipre y Malta lo hicieron en 2008, Eslovaquia ingresó en 2009 y Estonia se adhirió en 2011.

Hechas las anteriores precisiones, lo primero que se observa en el cuadro es que, en general, cuando se produjo la fuerte desaceleración del crecimiento económico mundial tras el estallido, en marzo de 2001, de la burbuja bursátil de las empresas puntocom, los déficit de la mayor parte de los miembros de la zona euro se comportaron conforme lo esperado, manteniéndose la mayor parte de ellos por debajo del nivel del 3%. Algunos de los pocos países que superaron dicho límite enseguida pudieron reconducir la situación, de acuerdo con los preceptos del Pacto de Estabilidad. Los casos especiales son Alemania, Francia, Portugal y Grecia. En los dos primeros países, las bajadas de impuestos que llevaron a cabo en los años anteriores obligaron a ambas naciones a realizar esfuerzos adicionales para reconducir la situación de sus finanzas públicas. Portugal, a su vez, tuvo que ser advertido por la Comisión Europea, quien, en 2006, le abrió un procedimiento por déficit excesivo. Grecia, por su parte, nunca consiguió estabilizar sus finanzas públicas y fue el primer país de la zona euro en el que tuvieron que intervenir la Unión Europea y el Fondo Monetario Internacional después de que estallara la crisis financiera internacional en 2007. Pero, en conjunto, cabe decir que el Pacto de Estabilidad funcionó bien durante la crisis de las puntocom y ningún país de los que por entonces pertenecían a la zona euro, con la excepción de Alemania (con una leve caída del crecimiento del PIB del 0,2% en 2003) y Portugal, llegó a entrar en recesión, como muestra el cuadro siguiente.

Crecimiento del PIB, en %

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Zona euro 16	2.8	2.9	3.9	1.9	0.9	0.8	2.2	1.7	3.1	2.9	0.4	-4.1	1.7
Alemania	2.0	2.0	3.2	1.2	0.0	-0.2	1.2	0.8	3.4	2.7	1.0	-4.7	3.6
Austria	3.6	3.3	3.7	0.5	1.6	0.8	2.5	2.5	3.6	3.7	2.2	-3.9	2.0
Bélgica	1.9	3.5	3.7	0.8	1.4	0.8	3.2	1.7	2.7	2.9	1.0	-2.8	2.1
Chipre	5.0	4.8	5.0	4.0	2.1	1.9	4.2	3.9	4.1	5.1	3.6	-1.7	0.5
Eslovaquia	4.4	0.0	1.4	3.5	4.6	4.8	5.1	6.7	8.5	10.5	5.8	-4.8	4
Eslovenia	3.6	5.4	4.4	2.8	4.0	2.8	4.3	4.5	5.9	6.9	3.7	-8.1	1.2
España	4.5	4.7	5.0	3.6	2.7	3.1	3.3	3.6	4.0	3.6	0.9	-3.7	-0.1
Estonia	6.1	-0.3	10.0	7.5	7.9	7.6	7.2	9.4	10.6	6.9	-5.1	-13.9	2.4
Finlandia	5.0	3.9	5.3	2.3	1.8	2.0	4.1	2.9	4.4	5.3	0.9	-8.2	3.1
Francia	3.5	3.3	3.9	1.9	1.0	1.1	2.5	1.9	2.2	2.4	0.2	-2.6	1.6
Grecia	3.4	3.4	4.5	4.2	3.4	5.9	4.4	2.3	5.2	4.3	1.0	-2.0	-4.5
Holanda	3.9	4.7	3.9	1.9	0.1	0.3	2.2	2.0	3.4	3.9	1.9	-3.9	1.7
Irlanda	8.4	10.9	9.7	5.7	6.5	4.4	4.6	6.0	5.3	5.6	-3.5	-7.6	-0.2
Italia	1.4	1.5	3.7	1.8	0.5	0.0	1.5	0.7	2.0	1.5	-1.3	-5.2	1.3
Luxemburgo	6.5	8.4	8.4	2.5	4.1	1.5	4.4	5.4	5.0	6.6	1.4	-3.7	3.2
Malta	n.a	n.a.	n.a.	-1.6	2.6	-0.3	1.1	4.7	2.1	4.4	5.3	-3.4	3.7
Portugal	5.0	4.1	3.9	2.0	0.7	-0.9	1.6	0.8	1.4	2.4	0.0	-2.5	1.4

Fuente: Eurostat

En cambio, con la crisis financiera internacional de 2007 las cosas parecen haber sido distintas. Sólo seis de los diecisiete miembros de la Unión Monetaria Europea han conseguido mantener el déficit presupuestario por debajo del 3% del PIB o cerca de él. Los demás han superado esa frontera con creces. Incluso tres naciones –España, Irlanda y Grecia– han alcanzado cifras de dos dígitos. Sin embargo, conviene hacer algunas matizaciones, ya que la crisis financiera internacional es más intensa y duradera que la de las puntocom, tiene características particulares y ha habido países que se han visto obligados a tomar medidas presupuestarias extraordinarias para salvar sus sistemas financieros. Para poder realizar una comparación más precisa entre ambas crisis, se ha calculado el incremento del déficit durante ambas, así como la caída del PIB y después se ha elaborado un ratio para medir cuántos puntos ha crecido el déficit por cada punto de caída del crecimiento económico, con el fin de relacionar el deterioro del saldo presupuestario con la magnitud de la crisis. La muestra se limita a los once países fundadores de la Unión Monetaria Europea, más Grecia, ya que los demás estados miembros de la zona euro aún no se habían incorporado a la misma cuando tuvo lugar la crisis de las puntocom. Los resultados se muestran en la siguiente tabla.

	Crisis puntocom ¹			Crisis financiera ²			4-7 ⁶
	▲ Déficit ³	▼ PIB ⁴	Déficit/PIB ⁵	▲ Déficit ³	▼ PIB ⁴	Déficit/PIB ⁵	
Alemania	5,3	3,4	1,56	1,4	8,1	0,17	1,39
Austria	0,3	2,9	-0,10	2,6	7,5	0,35	-0,45
Bélgica	0,1	2,9	0,03	6,1	5,5	1,11	-1,08
España	-0,8	1,9	-0,42	13,1	7,7	1,70	-2,12
Finlandia	4,4	3,3	1,33	6,6	12,6	0,52	0,81
Francia	2,6	2,8	0,93	5,2	4,8	1,08	-0,15
Grecia	1,9	-1,4	-1,36	9,7	7,2	1,35	-2,71
Holanda	5,1	3,6	1,42	6,0	7,3	0,82	0,60
Irlanda	4,4	5,3	0,83	17,2	12,9	1,33	-0,50
Italia	2,7	3,7	0,73	2,0	7,2	0,28	0,45
Luxemburgo	5,5	6,9	0,80	2,3	8,7	0,26	0,54
Portugal	0,1	4,8	0,02	6,0	3,9	1,54	-1,52

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Eurostat

1: La crisis puntocom abarca el periodo 2001-2003. Para realizar los cálculos se toma como año inicial el 2000 y como final el 2003, cuando la caída del crecimiento económico tocó suelo

2: La crisis financiera comienza en 2007. Para realizar los cálculos se toma como año inicial el 2006 y como final el 2009, cuando se alcanzó el suelo en la caída del crecimiento económico

3: Diferencia, en puntos de PIB, entre el año final y el inicial. El signo menos indica disminución del déficit

4: Diferencia, en puntos porcentuales, entre el año final y el inicial. El signo menos indica aumento de la tasa de crecimiento en el periodo

5: Ratio que mide los puntos de aumento del déficit por cada punto de caída del PIB

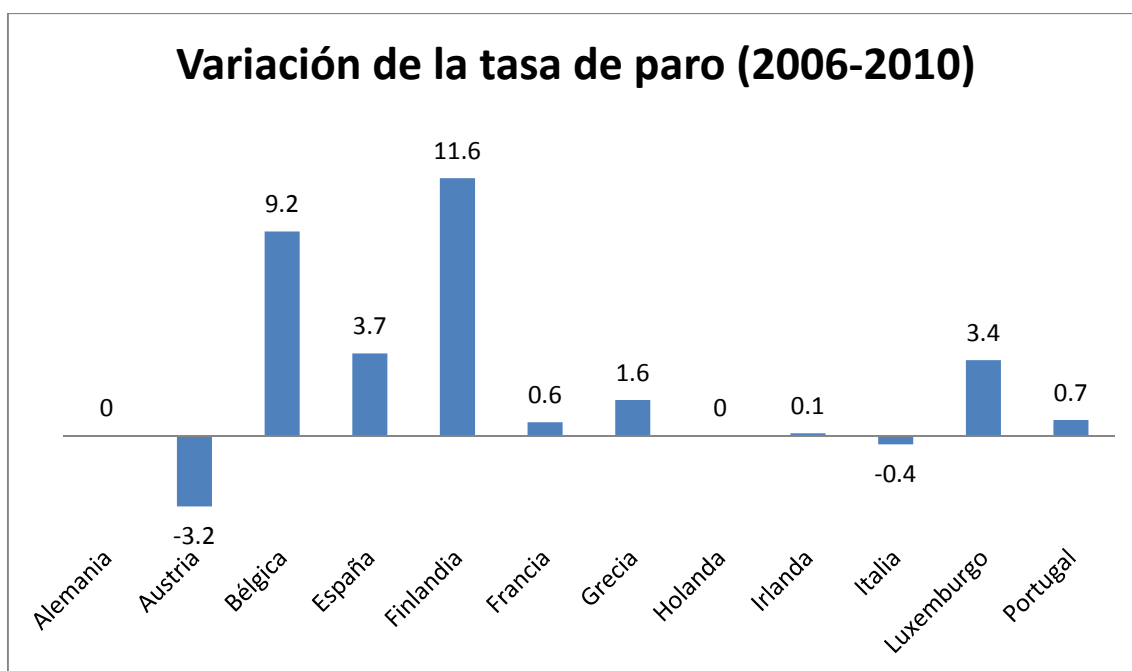
6: Diferencia entre los ratios de las columnas 4 y 7

De los cálculos se desprende que en cinco países (Alemania, Finlandia, Holanda, Italia y Luxemburgo) se ha reducido el crecimiento del déficit presupuestario por cada punto de caída de la economía, lo que significa que, en efecto, para estas naciones se cumple el postulado de que situaciones presupuestarias saneadas permiten una mayor eficacia de los estabilizadores automáticos en tiempos de crisis. Estos cinco países habían mejorado su saldo presupuestario en los años anteriores a la crisis financiera internacional y, a pesar de que ésta fue más dura en términos de caída del crecimiento económico que la crisis de las puntocom, el deterioro presupuestario fue relativamente menor. Los casos de Alemania y Holanda son especialmente significativos debido a que ambos países tuvieron que aprobar sendos programas de salvamento de entidades financieras. En Francia, que también tuvo que aprobar planes de rescate, el ratio apenas crece, lo mismo que Austria, cuyo sistema bancario estaba muy expuesto a la crisis financiera en los países de Europa del Este, en especial de Hungría, lo que obligó a realizar importantes aportaciones de fondos para salvar a los bancos austriacos. Por tanto, estos dos países, que también habían mejorado su saldo presupuestario, confirman igualmente el postulado del buen funcionamiento de los estabilizadores automáticos.

El caso de Irlanda es especialmente significativo porque, a pesar de que es el país que experimenta el mayor deterioro en sus cuentas públicas y la mayor caída del

crecimiento económico de todos los casos considerados, su ratio se deteriora ligeramente más que el de Austria. Este país también aprobó programas para garantizar al cien por cien los depósitos bancarios y salvar a su sistema financiero que fueron muy onerosos para el país, porque sus entidades crediticias eran demasiado grandes para una economía tan pequeña como la irlandesa. Sin estas ayudas, el deterioro de las cuentas públicas hubiera sido mucho menor, luego Irlanda también confirma el postulado.

Los tres países en los que más se incrementa el ratio déficit/PIB son aquellos que, Irlanda aparte, están sufriendo la crisis de forma más dura, pero por causas de naturaleza idiosincrática. Dos de ellos, Grecia y Portugal, han necesitado ayudas de la Unión Europea y el Fondo Monetario Internacional. La situación fiscal en ambas naciones ya estaba muy deteriorada antes de la crisis, con lo que los estabilizadores automáticos no tenían todo el margen preciso para funcionar de forma adecuada, debido a que los mercados empezaron a castigar a los países con déficit excesivo en forma de primas de riesgo crecientes. El caso de España es distinto. Su balance fiscal era uno de los más saneados de la zona euro antes de que estallara la crisis. Sin embargo, su ratio es, después del de Grecia, el que más se deteriora con diferencia. Ello se debe a tres razones. En primer lugar, con el estallido de la burbuja inmobiliaria el presupuesto español perdió de golpe los ingresos tributarios vinculados con la fuerte subida del precio de la vivienda, la intensa actividad del sector de la construcción y el volumen creciente de operaciones de compraventa de activos inmobiliarios. En segundo término, en los comienzos de la crisis el Gobierno optó por una política de estímulo de la demanda, a través de más gasto público, para afrontarla. Por último, España es, con diferencia, el país de la zona euro en el que más se ha incrementado el paro como consecuencia del estallido de la burbuja inmobiliaria –el sector de la construcción es intensivo en mano de obra–, lo que lleva a incrementar el gasto público como consecuencia del mayor número de perceptores de prestaciones por desempleo mientras que decrecen los ingresos por el IRPF y el IVA, debido a la disminución o pérdida total de renta de las personas sin trabajo y a la caída de su consumo. El siguiente cuadro muestra el crecimiento de la tasa de paro en los doce países considerados durante el periodo de estudio de sus casos.



Fuente: Eurostat

En conjunto cabe señalar que, si bien la crisis financiera internacional ha provocado que el déficit público de casi todos los países de la zona euro sobrepase el límite del 3% establecido por el Pacto de Estabilidad, también es cierto que el cumplimiento de sus disposiciones a lo largo del tiempo ha abierto margen para que los presupuestos absorban el impacto de la misma a través del funcionamiento de los estabilizadores automáticos, incluso a pesar de haber tenido que adoptar medidas extraordinarias para salvar a los sistemas financieros nacionales que han supuesto importantes dosis de gasto público. Esa capacidad de absorción se revela en la evolución del ratio déficit/PIB, excepto para los casos de Grecia y Portugal, en los que la situación fiscal de partida ya estaba deteriorada y, por tanto, los estabilizadores automáticos no han podido funcionar de forma adecuada, y el de España, donde las consecuencias fiscales del estallido de la burbuja inmobiliaria y de la política de estímulo de la demanda a través del gasto público impidieron que el juego de los estabilizadores automáticos se notara en la evolución del déficit público.

Dos de estos tres países en los que más se ha deteriorado el ratio déficit/PIB (España y Portugal), junto con Italia e Irlanda, han necesitado de la ayuda del Banco Central Europeo, a partir de 2010, en forma de intervenciones en los mercados de deuda y admitiendo los títulos de sus respectivos gobiernos como garantía de los préstamos concedidos a la banca, para evitar que la prima de riesgo de su deuda pública se elevara

hasta niveles en los cuales la financiación del déficit presupuestario sería tan cara que los países no podrían afrontarla y se verían abocados a la quiebra. Esto lleva a una cuestión apuntada por Eichengreen, Wyplosz, Bean y Berlach en 1998. Según estos autores,

The most compelling argument for the Stability Pact is an extra protection for the ECB from pressure from an inflationary debt bailout. The government of an EMU country gets into fiscal trouble, from which it cannot extricate itself. Investors fear suspensions or (more likely) modification of payment on its public debt, and therefore sell its bonds. Its bond prices start to plummet. Banks holding those bonds find their capital impaired, inciting depositors runs. Bond markets (and indirectly banks) in other EMU countries suffer adverse repercussions, as investors in public debt of other European states become demoralized. To prevent the collapse of the Europe's banking and financial system, the ECB buys up the bonds of the government in distress. As the costs are being borne by the residents of the EMU zone as a whole rather than the citizens of the responsible country, governments has an incentive to run riskier policies in the first place, and investors have less reasons to apply market discipline³⁸³.

Ese ha sido el caso de Grecia hasta que se pactó la condonación de parte de su deuda y el de España en los primeros tiempos de la crisis de la Unión Monetaria Europea y a partir de principios de 2012.

A pesar de las provisiones del Pacto de Estabilidad, y de que el Tratado de Maastricht prohíbe al Banco Central Europeo comprar deuda pública de los estados miembros de la Unión Monetaria Europea, la situación descrita por Eichengreen, Wyplosz, Bean y Berlach es la que ha tenido lugar tras el estallido de la crisis financiera internacional: el Banco Central Europeo ha tenido que realizar operaciones de mercado, comprando deuda pública de países en dificultades, y, posteriormente, ha permitido que los bancos utilicen la deuda de los gobiernos en dificultades como garantía para obtener financiación. De esta forma, el BCE ha monetizado por la puerta de atrás el déficit presupuestario de los países con problemas, ya que estos los han financiado en gran medida colocando deuda a los bancos nacionales, los cuales después la han utilizado

³⁸³Eichengreen, Wyplosz, Bean y Berlach (1998), p. 71

como colateral para conseguir financiación de la autoridad monetaria del euro. Por ello, según estos autores,

*the efficient solution is to limit the banks' ability to hold such bonds, not to limit governments' ability to issue them*³⁸⁴.

Ronald McKinnon, en cambio, es más radical y afirma que

*A country could not participate in either a common-currency regime or a common monetary standard if its own public finances were too weak. (...) By owning its own central bank, the government becomes the preferred borrower in the national capital markets. Because the government alone owns the means of settlement on interest-bearing debt denominated in the domestic currency, it can float public debt at the lowest interest rates in the domestic capital market*³⁸⁵.

Lo cual podría aplicarse a los casos de Grecia y Portugal, a tenor de la evolución de su déficit presupuestario desde que entraron en la Unión Monetaria Europea.

El Pacto de Estabilidad y Crecimiento, además, ha demostrado que adolece de un problema fundamental, que denuncia Eichengreen a partir de la experiencias aportadas por la crisis:

*Recent events suggest that the pact's focus on fiscal imbalances to the exclusion of imbalances in the rest of the economy was part of the problem*³⁸⁶.

Eichengreen realiza un análisis de la crisis de Grecia, Irlanda, Portugal y España similar al que se ha llevado a cabo en los diversos capítulos de este trabajo y concluye que

*When the bubble burst in the real estate market and more generally, it punched a hole in the balance sheets of the banks, which in turn punched a hole in the balance sheets of governments. Financial problems created the fiscal imbalances, rather than the fiscal imbalances creating financial problems as was assumed by the architects of the Stability and Growth Pact*³⁸⁷.

³⁸⁴ Op. cit, p. 104

³⁸⁵ McKinnon (2002), pp. 360-361

³⁸⁶ Eichengreen (2012), p. 128

³⁸⁷ Op. cit., 128

Es decir, parte del problema de la crisis de la Unión Monetaria Europea ha sido el excesivo énfasis del Pacto de Estabilidad y Crecimiento en la estabilidad presupuestaria mientras que, en ningún momento, los redactores y firmantes del mismo se preocuparon de los desequilibrios en el resto de la economía.

Por último, Sapir denuncia que

The SGP and the Eurogroup clearly failed to prevent the build-up of public debts beyond sustainable levels. Contrary to what has been often asserted, the problem with Greece's situation is not simply, or even mainly, that the government cheated repeatedly in reporting its public finance situation to Eurostat. The cruel reality is that the essence of the SGP was never either fully understood or correctly implemented, with devastating consequences for countries that entered the monetary union with high debt levels³⁸⁸.

9. Respuestas ante la crisis

Debido a las diferencias entre Estados Unidos y la Unión Monetaria Europea tanto en las características de la crisis como en las estructuras institucionales y las relaciones fiscales intergubernamentales que se derivan de las mismas, las respuestas a la crisis, desde la perspectiva de la integración fiscal, a uno y otro lado del Atlántico han sido completamente distintas. En ellas también han influido las distintas ideologías económicas.

En Estados Unidos, la Administración Obama, influida por el pensamiento keynesiano del presidente, acudió nuevamente al presupuesto federal, como hizo en la década de los 70 y en 2003, y, en 2009, aprobó la *American Recovery and Reinvestment Act*. Esta ley contempla inversiones en infraestructuras, educación, sanidad y energía ‘verde’, así como incentivos fiscales federales, la extensión de las prestaciones por desempleo y otras provisiones sociales, todo ello con vistas a contribuir a la creación de empleo, mediante programas de obras públicas entre otros, y a aliviar los presupuestos estatales y locales de parte de la carga de la crisis. Este programa supone, por ahora, un coste de 840.000 millones de dólares, ya que la asignación inicial de 787.000 millones fue ampliada en el presupuesto de 2012 hasta sumar dicha cantidad.

³⁸⁸ Op. cit., p. 615

Las medidas que se adoptaron en la Unión Monetaria Europea fueron distintas y se pueden agrupar en dos conjuntos: la creación de un sistema de estabilización financiera y el refuerzo de la gobernanza económica de la zona euro. La adopción de este tipo de medidas, según el Banco Central Europeo, se ha visto motivada por tres razones. En primer término, nada impide que, en el futuro, puedan producirse nuevos choques externos, como la crisis financiera internacional, y crisis de confianza que afecten a la capacidad de acceso de los estados miembros de la zona euro a los mercados financieros. Para el BCE,

Dada la mayor propensión a contagios entre países en una unión monetaria, y teniendo en cuenta la ausencia de una autoridad fiscal central, dicha perturbación podría desestabilizar la zona del euro en su conjunto (a falta de un cortafuegos financiero). La posibilidad de que se produzca una espiral adversa (que se refuerce mutuamente) entre los sectores fiscal y financiero podría ser significativa y aumentar y propagar la perturbación³⁸⁹.

En segundo término, también pueden volver a producirse fallos de mercado en el sector financiero, como suponer la eficiencia perfecta de los mercados financieros, que, en una unión monetaria, son muy costosos debido a la posibilidad de contagio de unos países a otros. Según el BCE,

Antes de que se produjeran las tensiones en los mercados financieros en otoño de 2008, los diferenciales de deuda soberana de la zona del euro se encontraban muy próximos entre sí, a pesar de las considerables diferencias en las situaciones fiscales y estructurales subyacentes de los distintos países. Esta infravaloración del riesgo soberano y, en última instancia, los fallos en la disciplina de mercado en un período de tranquilidad abrieron paso rápidamente a una revisión brusca y desordenada de la valoración del riesgo que, nuevamente, y por lo general, no consideró debidamente las diferentes situaciones fiscales y estructurales subyacentes. El hecho de que la disciplina de mercado se aplicara de una manera bastante repentina y polarizada también implicó que, en este entorno, una crisis de liquidez prolongada pudiera convertirse en un riesgo sistémico si no se solucionaba³⁹⁰.

³⁸⁹ BCE (2011), p. 77

³⁹⁰ Op. cit., pp. 77-78

Por último, la crisis ha puesto de manifiesto la necesidad de credibilidad y previsibilidad de las respuestas a la misma. Por ello,

Un marco de gestión de crisis creíble debería ayudar a configurar las expectativas de los mercados, proporcionando «reglas del juego» claras, y, por tanto, influir en los incentivos para los acreedores privados y los deudores públicos. Estos incentivos dependen de forma esencial del diseño del mecanismo de gestión de crisis, y en particular de la medida en que refuerza el interés de los gobiernos por cumplir políticas fiscales y macroeconómicas nacionales sólidas y el interés de los inversores por valorar correctamente el riesgo a la hora de prestar al sector público³⁹¹.

9.1 El sistema europeo de estabilización financiera

En la primavera de 2010 se produjeron fuertes tensiones en los mercados europeos de deuda que se reflejaron en fuertes crecimientos de la prima de riesgo en España, Italia, Portugal, Grecia e Irlanda. Para tratar de frenar esta evolución, el Consejo Europeo, acogiéndose a lo dispuesto en el artículo 122.2 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, acordó, el 8 de mayo, la creación de un sistema de estabilización financiera que ayudara a los ajustes presupuestarios, al fortalecimiento del crecimiento económico y al saneamiento de los sistemas financieros mediante una asistencia financiera, a través de créditos y préstamos a los estados miembros en dificultades. Al día siguiente, el Consejo dio forma al sistema al decidir la creación del Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera y del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera, que serán remplazados en 2013 por el nuevo Mecanismo Europeo de Estabilidad.

Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera

El mecanismo Europeo de Estabilización Financiera viene regulado por el *Reglamento (UE) N° 407/2010 del Consejo, de 11 de mayo de 2010, por el que se establece un mecanismo europeo de estabilización financiera*³⁹². De acuerdo con el artículo 1,

³⁹¹ Op. cit., p. 78

³⁹² Diario Oficial de la Unión Europea N° L 118, de 12 de mayo de 2010

podrá concederse una ayuda financiera de la Unión a un Estado miembro que se encuentre afectado, o gravemente amenazado, por una severa perturbación económica o financiera ocasionada por acontecimientos excepcionales que no puede controlar.

La ayuda revestirá la forma de un préstamo o una línea de crédito (art. 2) y se concederá mediante una decisión del Consejo (art. 3.2). A cambio, el Estado beneficiario de la misma presentará un proyecto de programa de ajuste económico y financiero (art. 3.1) que esté de acuerdo con las condiciones generales de política económica establecidas por el Consejo. El préstamo se desembolsará en varios tramos, con el fin de permitir a la Comisión que verifique si la política económica del Estado miembro beneficiario se adecúa a su programa de ajuste y a las condiciones establecidas por el Consejo antes de liberar nuevos tramos de ayuda (art. 4).

Fondo Europeo de Estabilidad Financiera

El Fondo Europeo de Estabilidad Financiera es una sociedad anónima con sede en Luxemburgo creada por los estados miembros de la zona euro con el objeto de que les facilite ayuda financiera para mantener la estabilidad financiera tanto del conjunto de la Unión Monetaria Europea como de sus miembros. Su regulación se establece en el acuerdo marco firmado por los países miembros el 9 de mayo de 2010.

Las ayudas serán solicitadas por el Estado miembro que las precise, el cual las podrá utilizar para mantener la estabilidad financiera, intervenir en los mercados primarios y secundarios de deuda mediante la compra de bonos, si bien para el caso de los mercados secundarios se necesita que el Banco Central Europeo reconozca la existencia en los mercados financieros de circunstancias excepcionales y riesgos para la estabilidad financiera; actuar bajo los términos de un programa preventivo y financiar la recapitalización del sistema crediticio a través de préstamos a los gobiernos.

El Fondo Europeo de Estabilidad Financiera está respaldado por garantías aportadas por los Estados miembros de la zona euro por un total de 780.000 millones de euros y tiene una capacidad de préstamo de 440.000 millones. Para llevar a cabo su misión, el FEEF puede emitir bonos y otros instrumentos de deuda en los mercados de capitales. Estos instrumentos tienen la más alta calificación crediticia (Aaa) por parte de

Moody's y Fitch, mientras que Standard & Poor's les ha asignado la segunda mejor calificación (AA+).

Mecanismo Europeo de Estabilidad

Tanto el Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera como el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera se establecieron para responder a los problemas concretos de la crisis de la zona euro. El Consejo Europeo de 17 de diciembre de 2010 entendió, sin embargo, que la Unión Monetaria Europea necesitaba contar con un sistema permanente de estabilidad financiera, por lo cual decidió crear el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), que, a partir de julio de 2012, si todos los estados miembros han firmado el Tratado Constitutivo del Mecanismo Europeo de Estabilidad, asumirá las competencias del Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera y del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera.

Para poder crear el Mecanismo Europeo de Estabilidad, la Unión Europea debía dotarse del instrumento jurídico necesario para ello, puesto que esa posibilidad no estaba contemplada en los tratados. Por ello, el Consejo adoptó la *Decisión del Consejo Europeo, de 25 de marzo de 2011, que modifica el artículo 136 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea en relación con un mecanismo de estabilidad para los Estados miembros cuya moneda es el euro*³⁹³, por la cual se añade a dicho artículo el siguiente apartado tercero:

Los Estados miembros cuya moneda es el euro podrán establecer un mecanismo de estabilidad que se activará cuando sea indispensable para salvaguardar la estabilidad de la zona del euro en su conjunto. La concesión de toda ayuda financiera necesaria con arreglo al mecanismo se supeditará a condiciones estrictas.

Una vez que los Estados miembros de la Unión Monetaria Europea contaron con el instrumento jurídico que les permitía instaurar el Mecanismo Europeo de Estabilidad, procedieron a la firma del tratado constitutivo del mismo, aunque tuvo que firmarse de nuevo el 2 de febrero de 2012 después de que los países miembros de la zona euro

³⁹³ Diario Oficial de la Unión Europea N° L 91, de 6 de abril de 2011

acordaran, el 21 de julio y el 9 de diciembre de 2011, una serie de mejoras para hacer más efectivo el funcionamiento del mecanismo.

Conforme a lo dispuesto en el artículo 3 del Tratado Constitutivo del Mecanismo Europeo de Estabilidad,

La finalidad del MEDE será movilizar fondos y proporcionar apoyo a la estabilidad, bajo una estricta condicionalidad, adaptada al instrumento de asistencia financiera elegido, a los miembros del MEDE que experimenten o corran el riesgo de experimentar graves problemas de financiación, cuando ello sea indispensable para salvaguardar la estabilidad financiera de la zona del euro en su conjunto y de sus Estados miembros. Con este fin, el MEDE estará facultado para obtener fondos a través de la emisión de instrumentos financieros o mediante la celebración de acuerdos o convenios de índole financiera o de otro tipo con sus propios miembros, entidades financieras u otros terceros.

El MEDE contará con un capital autorizado de 700.000 millones de euros (art. 8.1) y se incrementará de forma automática si se produce la adhesión de nuevos miembros (art. 10.3). La aportación de cada país al capital del MEDE se basará en la clave de contribución de los bancos centrales nacionales de los miembros del MEDE para la suscripción de capital del Banco Central Europeo (art. 11.1), según la cual la distribución del capital por países será la siguiente:

País	%
Reino de Bélgica	3,4771
República Federal de Alemania	27,1464
República de Estonia	0,186
Irlanda	1,5922
República Helénica	2,8167
Reino de España	11,9037
República Francesa	20,3859
República Italiana	17,9137
República de Chipre	0,1962
Gran Ducado de Luxemburgo	0,2504
Malta	0,0731
Reino de los Países Bajos	5,717
República de Austria	2,7834
República Portuguesa	2,5092
República de Eslovenia	0,4276
República Eslovaca	0,824
República de Finlandia	1,7974

Con el fin de salvaguardar la estabilidad financiera de la zona euro y de los estados miembros, el artículo 12.1 dispone que

el MEDE podrá proporcionar apoyo a la estabilidad a un miembro del MEDE sujeto a estricta condicionalidad, adaptada al instrumento de asistencia financiera elegido. Dicha condicionalidad podrá adoptar diversas formas, desde un programa de ajuste macroeconómico hasta una obligación de cumplimiento continuo de las condiciones de elegibilidad preestablecidas.

El proceso de concesión de ayudas se establece en el artículo 13:

1. Los miembros del MEDE podrán dirigir una solicitud de apoyo a la estabilidad al presidente del Consejo de Gobernadores. Dicha solicitud deberá indicar el instrumento o instrumentos de asistencia financiera que habrán de considerarse. Tras la recepción de dicha solicitud, el presidente del Consejo de Gobernadores encomendará a la Comisión Europea, en coordinación con el BCE:

- a. evaluar la existencia de un riesgo para la estabilidad financiera de la zona del euro en su conjunto o de sus Estados miembros, a menos que el BCE ya haya presentado un análisis en virtud del artículo 18, apartado 2;*
- b. evaluar la sostenibilidad de la deuda pública. Siempre que ello sea adecuado y posible, dicha evaluación deberá realizarse conjuntamente con el FMI;*
- c. evaluar las necesidades reales o potenciales de financiación del miembro del MEDE en cuestión.*

2. Sobre la base de la solicitud del miembro del MEDE y de la evaluación a que se hace referencia en el apartado 1, el Consejo de Gobernadores podrá decidir conceder, en principio, apoyo a la estabilidad al miembro del MEDE en cuestión mediante un instrumento de asistencia financiera.

3. Si se adopta una decisión en virtud del apartado 2, el Consejo de Gobernadores encomendará a la Comisión Europea negociar con el miembro del MEDE en cuestión —en coordinación con el BCE y, cuando ello sea posible, conjuntamente con el FMI— un Memorándum de Entendimiento en el que se defina con precisión la condicionalidad asociada al instrumento de asistencia financiera. El contenido del Memorándum de Entendimiento reflejará la gravedad de las deficiencias que habrá que abordar y el instrumento de asistencia financiera elegido. Paralelamente, el Director Ejecutivo del MEDE

preparará una propuesta de acuerdo de servicio de asistencia financiera para su aprobación por el Consejo de Gobernadores, la cual incluirá los términos financieros y las condiciones y los instrumentos elegidos.

El Memorándum de Entendimiento será plenamente compatible con las medidas de coordinación de la política económica previstas en el TFUE, en particular con cualquier acto del Derecho de la Unión Europea, incluido cualquier dictamen, advertencia, recomendación o decisión que se haya dirigido al miembro del MEDE en cuestión.

4. La Comisión Europea firmará el Memorándum de Entendimiento en nombre del MEDE, a condición de que cumpla las condiciones establecidas en el apartado 3 y haya sido aprobado por el Consejo de Gobernadores.

5. El Consejo de Administración aprobará el acuerdo de servicio de asistencia financiera, especificando los aspectos financieros del apoyo a la estabilidad que se ha de conceder y, en su caso, el desembolso de su primer tramo.

6. El MEDE establecerá un sistema de alerta apropiado para garantizar que recibe a su debido tiempo cualquier reembolso de las sumas concedidas a sus miembros en el marco del apoyo a la estabilidad.

7. La Comisión Europea —en coordinación con el BCE y, cuando ello sea posible, conjuntamente con el FMI— velará por el cumplimiento de la condicionalidad asociada al instrumento de asistencia financiera.

El MEDE utilizará los siguientes instrumentos financieros para la concesión de ayudas, en función del tipo de asistencia que requiera un estado miembro:

- **Asistencia financiera precautoria:** mediante una línea de crédito precautoria condicionada o una línea de crédito con condicionalidad reforzada (art. 14).
- **Asistencia financiera para la recapitalización de las entidades financieras:** préstamos con la finalidad específica de recapitalizar las entidades financieras (art. 15).
- **Asistencia financiera:** préstamo condicionado a un programa de ajuste macroeconómico (art. 16).
- **Instrumento de apoyo del mercado primario:** adquisición de títulos de deuda soberana emitidos por un miembro del MEDE en el mercado primario mediante operaciones en el mismo (art. 17).

- **Instrumento de apoyo del mercado secundario:** operaciones en el mercado secundario en relación con los títulos de deuda soberana de un miembro del MEDE, previo análisis del BCE en el que se reconozca la existencia de circunstancias excepcionales en el mercado financiero y de riesgos para la estabilidad financiera (art. 18).

El MEDE podrá financiar estas operaciones tomando fondos prestados de los bancos, entidades financieras u otras personas o entidades en el mercado de capitales (art. 21).

Con estas medidas, que son complementarias de las que afectan a la supervisión financiera vistas anteriormente y con las que afectan a la gobernanza de la zona euro, que se expondrán a continuación, la Unión Monetaria Europea pretende construir un marco de gestión de crisis que se parece mucho más a la forma de actuar del Fondo Monetario Internacional cuando tiene que acudir al rescate de un país que a la del gobierno federal de Estados Unidos en relación con los gobiernos estatales y locales. Este hecho revela que el compromiso del gobierno federal estadounidense con el mantenimiento de la unión es mucho más fuerte que el de los estados miembros de la zona euro en relación con el mantenimiento de la Unión Monetaria Europea, ya que el sistema norteamericano conlleva fuertes elementos de solidaridad y de integración de los que carece el sistema más tecnócrata erigido por los europeos.

Tanto el MEDE como el Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera y el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera establecen condiciones duras para conceder ayudas, a diferencia del caso estadounidense. El objetivo que se persigue con esa condicionalidad es evitar situaciones de riesgo moral en forma de desincentivos para aplicar políticas fiscales y macroeconómicas sólidas. Sin embargo, si el nuevo marco de gobernanza de la zona euro, que se estudiará a continuación, realmente funciona, no habría lugar para semejantes comportamientos, y, por tanto, podría plantearse la creación de un modelo de gestión de crisis diferente, más próximo al de Estados Unidos. Pero eso implica avanzar en el proceso de integración europea hacia un gobierno económico de la Unión Monetaria Europea a lo que los estados miembros, por ahora, no parecen dispuestos. En cualquier caso lo importante es que, al menos, la zona euro ya cuenta con un mecanismo de gestión de crisis del que hasta ahora carecía.

Además, Sapir encuentra otro problema:

The EFSF and the ESM are not institutions of the European Union nor of the eurozone, since the latter does not have a legal personality. The ESM will be established by a treaty between the members of the eurozone and will be governed

*by a board composed of representatives of its member states acting on the basis of unanimity for all important decisions. The European Commission will only have observer status and its role will be purely technical, that of monitoring the compliance of borrowing countries with the economic policy conditionality attached to financial assistance. Hence the ESM will provide the eurozone with a much-needed permanent fiscal capacity, but it will not constitute an element of fiscal union as long as it remains outside the EU framework. Instead, it will reinforce the intergovernmental nature of the economic side of EMU that already existed before the crisis and which contributed to its emergence*³⁹⁴.

El hecho de que el MEDE pueda intervenir en los mercados primarios de deuda supone también un avance en relación con la situación previa, porque ayudará a la financiación de los países en dificultades, sobre todo si su prima de riesgo se dispara a niveles insostenibles o si se enfrenta a problemas de refinanciación a corto plazo, y descargará al BCE de esta tarea, que es contraria a lo dispuesto en sus estatutos. La intervención del MEDE, además, puede facilitar la recuperación del crédito en casos de crisis porque evita que la banca comercial tenga que adquirir títulos de deuda pública. El problema que encuentra el BCE en este sentido es que

*Dado que la evolución del mercado primario de deuda pública depende de forma fundamental de la evolución del mercado secundario (a través de los canales de liquidez y de precios), el MEDE debería, a más largo plazo, tener también la capacidad para intervenir en los mercados secundarios de deuda pública, con el fin de combatir eficazmente el contagio en situaciones de inestabilidad aguda en los mercados*³⁹⁵.

La buena calificación financiera que ha recibido el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera y el hecho de que el Fondo y el MEDE puedan realizar operaciones en los mercados primario y secundario sin duda contribuirán a facilitar y abaratar el ajuste fiscal de un país en dificultades.

Por último, la creación de este sistema de gestión de crisis supone cubrir, al menos de forma parcial, una de las carencias más importantes del sistema de supervisión financiera y gestión de crisis de la Unión Monetaria Europea: la ausencia de una institución como el Liquiditäts-Konsortialbank alemán. El MEDE puede no ser la

³⁹⁴ Op. cit., p. 616

³⁹⁵ Op. cit., p. 81

mejor solución posible en tanto en cuanto, aunque puede prestar dinero a los países en dificultades para sanear su sistema bancario, el hecho de que actúe a través de préstamos, en lugar de seguir el mismo procedimiento que el Liquiditäts-Konsortialbank, puede suponer una carga adicional para el país en dificultades que retrase su salida de esta situación. Además, se pueden plantear algunas objeciones a la opción de una institución como el MEDE en vez una como la alemana. En primer lugar, en caso de una crisis financieras a escala europea, o de carácter nacional pero demasiado costosa para poder ser gestionada por las autoridades nacionales, un modelo como el germano podría promover soluciones de mercado a nivel comunitario, o, cuando menos, de la zona euro, en forma de fusiones o adquisiciones de naturaleza supranacional, lo cual tiene toda lógica dado el alto grado de integración financiera alcanzado por la Unión Monetaria Europea. Sin embargo, en este terreno siguen predominando los sentimientos nacionales. En segundo término, en la Unión Europea ya hay entidades muy grandes que operan en distintos países y/o segmentos del mercado financiero, pero la responsabilidad de su supervisión sigue en manos de las autoridades nacionales de su país de origen. Si una de estas instituciones crediticias, ¿quién tendrá que sanearla? ¿El gobierno del país de origen o, conjuntamente, los de todos los estados en los que opera? Esta cuestión no ha quedado muy clara.

Además, Paul de Grauwe apunta un problema adicional:

*a number of features of the design of financial assistance in the eurozone as embodied in the ESM, will have the effect of making countries even more sensitive to shifting market sentiments. In particular, the 'collective action clauses' which will be imposed on the future issue of government debt in the eurozone, will increase the nervousness of financial markets. With each recession government bondholders, fearing haircuts, will run for cover, thereby making a default crisis more likely. All this is likely to increase the risk that countries in the eurozone lose their capacity to let the automatic stabilizers in the budget play their necessary role of stabilizing the economy*³⁹⁶.

9.2 Reforma de la gobernanza

³⁹⁶ De Grauwe (2011), p. 18

La reforma de la gobernanza se estructura en torno a cuatro elementos: el ‘semestre europeo’, el ‘paquete de seis medidas’, el Pacto del Euro Plus y el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la Unión Económica y Monetaria.

El semestre europeo

En mayo de 2010, la Comisión Europea publicó una comunicación, titulada *Reforzar la coordinación de las políticas económicas*, en la que señalaba que la crisis financiera mundial ha puesto de manifiesto y ha ampliado los retos que afronta la economía europea. A juicio de la Comisión,

El funcionamiento de la Unión Económica y Monetaria ha sido sometido a fuertes tensiones, por no haberse cumplido anteriormente los principios y normas subyacentes. Los procedimientos de supervisión existentes no han resultado suficientes³⁹⁷.

Para la Comisión, el reforzamiento de la dimensión preventiva de la supervisión presupuestaria, a través de los programas de estabilidad y convergencia, debe formar parte integrante de una coordinación más estrecha de las políticas presupuestarias. Por ello considera que, para mejorar su impacto y su eficacia, debe aumentarse la dimensión *ex ante* del proceso, en el cual el Ejecutivo comunitario tiene que aprobar los programas de convergencia o la actualización de los mismos que los estados miembros de la zona euro tienen que remitirle todos los años, de acuerdo con lo establecido en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Por ello, la Comisión entiende que

La introducción de un «semestre europeo» permitiría abordar el primer aspecto³⁹⁸.

La idea del ‘semestre europeo’ consistiría en lo siguiente:

El semestre europeo se iniciaría a principios del año con una revisión horizontal que permitiría al Consejo Europeo, partiendo del análisis de la Comisión, determinar los principales retos económicos que afronta la UE y la zona del euro y proporcionar orientaciones estratégicas para las políticas a aplicar. Los Estados miembros tomarían en cuenta las conclusiones de este debate horizontal a la hora de elaborar sus programas de estabilidad o convergencia y sus programas nacionales de reforma. Los programas de estabilidad y de convergencia y los programas nacionales de reforma se publicarían

³⁹⁷ Comisión Europea (2010), p. 2

³⁹⁸ Op. cit., p. 5

simultáneamente para permitir que los efectos de la reforma sobre el crecimiento y las finanzas públicas queden reflejados en la estrategia y los objetivos presupuestarios. Asimismo, respetando plenamente los procedimientos y normativas nacionales, se debería alentar a los Estados miembros a lograr que sus parlamentos nacionales participen en este proceso antes de la presentación de los programas de convergencia o de estabilidad y de los programas nacionales de reforma, con vistas a una supervisión multilateral a nivel de la UE. El Consejo, partiendo de la evaluación de la Comisión, proporcionaría a continuación su evaluación y orientación en un momento en que las importantes decisiones presupuestarias se encuentren aún en fase de elaboración a nivel nacional. En este contexto, el Parlamento Europeo debería participar adecuadamente³⁹⁹.

En una segunda comunicación, titulada *Reforzar la coordinación de las políticas económicas para fomentar la estabilidad, el crecimiento y el empleo – Instrumentos para una mejor gobernanza económica de la UE*, la Comisión desarrolla la idea del ‘semestre europeo’, cuyo cronograma sería el siguiente:

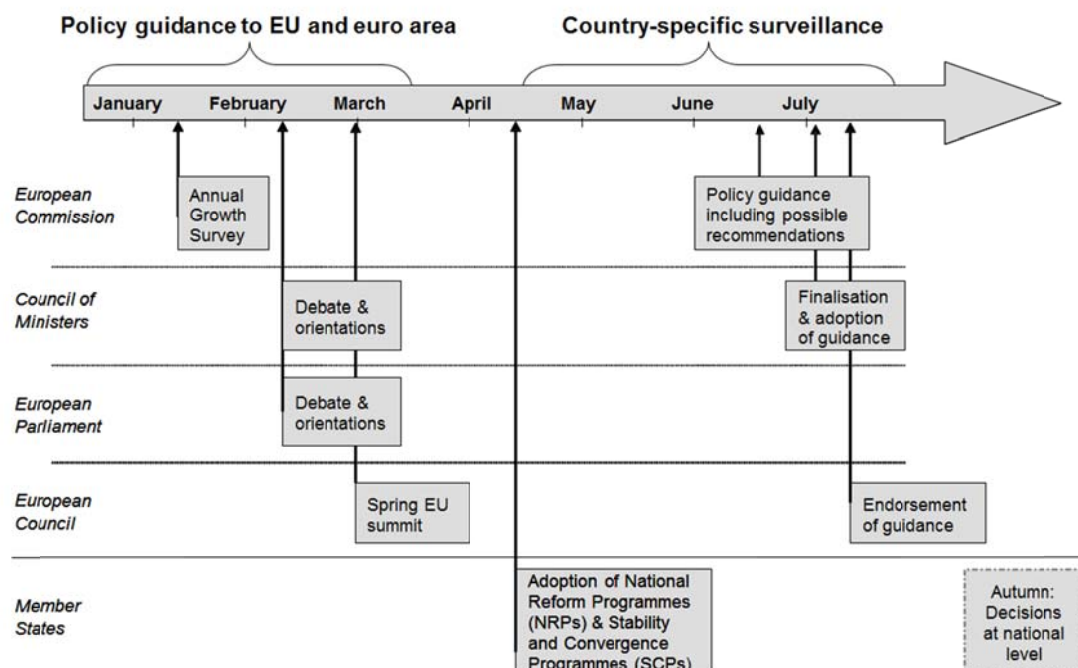
El ciclo empieza en enero con un análisis del crecimiento anual elaborado por la Comisión, en el que se pasa revista a los retos económicos para la UE y la zona del euro en su conjunto. A finales de febrero, el Consejo Europeo proporciona orientaciones estratégicas, que han de tener en cuenta los Estados miembros en sus programas de estabilidad o de convergencia y en sus programas nacionales de reforma que presentarán en abril. A principios de julio, el Consejo publica orientaciones específicas por país⁴⁰⁰.

Este esquema aparece recogido en el siguiente gráfico

³⁹⁹ Op. cit., pp 9-10

⁴⁰⁰ Comisión Europea (2010b), p. 13

The European Semester



Fuente: Comisión Europea

Los programas de estabilidad deben incluir, como mínimo:

- un escenario macroeconómico actualizado completo;
- indicaciones concretas sobre los planes para el año «t+1»;
- una descripción de las políticas previstas;
- las previsiones a medio plazo para las principales variables de las finanzas públicas;
- una evaluación de la evaluación presupuestaria en el año «t-1»;
- una actualización de los planes presupuestarios para el año en curso.

El 'semestre europeo' fue aprobado por el Consejo de Economía y Finanzas de la Unión Europea en su reunión del 7 de septiembre de 2010.

El paquete de seis medidas

Como complemento del semestre europeo, la Comisión Europea presentó un paquete de seis medidas, incluidas en cinco reglamentos y una directiva comunitaria⁴⁰¹. Estas normas son las siguientes:

⁴⁰¹ Todas estas normas aparecen publicadas en el Diario Oficial de la Unión Europea N° L 306, de 23 de noviembre de 2011

- *Reglamento (UE) n° 1173/2011 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de noviembre de 2011, sobre la ejecución efectiva de la supervisión presupuestaria en la zona del euro*, por el que se establece un sistema de sanciones para potenciar el cumplimiento de los componentes preventivo y corrector del Pacto de estabilidad y crecimiento en la zona del euro.
- *Reglamento (UE) n° 1174/2011 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de noviembre de 2011, relativo a las medidas de ejecución destinadas a corregir los desequilibrios macroeconómicos excesivos en la zona del euro*, por el que se establece un sistema de sanciones para la corrección efectiva de los desequilibrios macroeconómicos excesivos en la zona del euro.
- *Reglamento (UE) n° 1175/2011 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de noviembre de 2011, por el que se modifica el Reglamento (CE) n° 1466/97 del Consejo, relativo al refuerzo de la supervisión de las situaciones presupuestarias y a la supervisión y coordinación de las políticas económicas*, por el que se desarrolla el ‘semestre europeo’. Según el texto, los objetivos presupuestarios a medio plazo específicos de cada país se enunciarán dentro de una variación definida de entre el -1 % del PIB y el equilibrio o el superávit ajustado al ciclo y una vez tenidas en cuenta las medidas transitorias y temporales. El respeto del objetivo presupuestario a medio plazo se incluirá en los marcos presupuestarios nacionales a medio plazo, de conformidad con el capítulo IV de la *Directiva 2011/85/UE del Consejo, de 8 de noviembre de 2011, sobre los requisitos aplicables a los marcos presupuestarios de los Estados miembros*, incluida en el paquete de seis medidas. Los programas de estabilidad se presentarán cada año en el mes de abril, preferentemente a mediados de mes y a más tardar el día 30.
- *Reglamento (UE) n° 1176/2011 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de noviembre de 2011, relativo a la prevención y corrección de los desequilibrios macroeconómicos*, por el que se establecen disposiciones para la detección de prevención y corrección de desequilibrios macroeconómicos en la Unión. Como herramienta para facilitar la detección rápida y el seguimiento de los desequilibrios se utilizará un cuadro que estará compuesto por una pequeña serie de indicadores macroeconómicos y macrofinancieros que sean pertinentes. El cuadro englobará, entre otros, indicadores útiles para la detección rápida de

desequilibrios internos, incluidos los que pueden surgir como consecuencia del endeudamiento público y privado, de la evolución de los mercados financieros y de activos, incluido el sector inmobiliario, de la evolución de los flujos de crédito en el sector privado y de la evolución del desempleo; así como de desequilibrios externos, incluidos los que pueden surgir como consecuencia de la evolución de la cuenta corriente y de la posición de inversión neta de los Estados miembros; de los tipos de cambio efectivos reales; de las cuotas en el mercado de exportación; de la evolución de los precios y los costes, y de la competitividad no relacionada con los precios, teniendo presentes los distintos elementos de la productividad.

- *Reglamento (UE) n° 1177/2011 del Consejo, de 8 de noviembre de 2011, por el que se modifica el Reglamento (CE) n° 1467/97, relativo a la aceleración y clarificación del procedimiento de déficit excesivo.*
- *Directiva 2011/85/UE del Consejo, de 8 de noviembre de 2011, sobre los requisitos aplicables a los marcos presupuestarios de los Estados miembros, que establece normas detalladas sobre las características que deben presentar los marcos presupuestarios de los Estados miembros.*

Esta directiva contiene novedades muy importantes que parten de las siguientes premisas. Según el considerando 3, los datos de la contabilidad pública deben ser fiables. Además, de acuerdo con el considerando 4, los datos de contabilidad pública nacional, regional y local deben publicarse con carácter periódico. Hasta ahora solo se publicaban los correspondientes al Estado, al menos en España. Asimismo, según el considerando 8, las previsiones macroeconómicas sobre las que se construyen los presupuestos deben ser realistas para que no se debilite la disciplina fiscal. Por su parte, el considerando 18 pide evitar políticas presupuestarias procíclicas y hacer mayores esfuerzos de consolidación de las finanzas públicas en los tiempos de bonanza económica. El considerando 19 sugiere una planificación presupuestaria plurianual a través de marcos presupuestarios plurianuales. Por último, el considerando 24 pide que las obligaciones y procedimientos establecidos en los marcos presupuestarios nacionales se extiendan a todos los subsectores de las administraciones públicas.

A partir de estas y otras premisas, el artículo 3.2 establece que los estados miembros publicarán datos presupuestarios con la siguiente periodicidad: mensual para los subsectores de la administración central, las comunidades autónomas y las administraciones de seguridad social, antes de finalizado el mes siguiente, y trimestral

para el subsector de las corporaciones locales, antes de finalizado el trimestre siguiente. Por su parte, el artículo 4.1 indica que los Estados miembros velarán por que la planificación presupuestaria se base en previsiones macroeconómicas y presupuestarias realistas. El artículo 9, a su vez, reza lo siguiente:

1. Los Estados miembros establecerán un marco presupuestario a medio plazo creíble y efectivo que incluya la adopción de un horizonte de planificación presupuestaria de tres años como mínimo para garantizar que la planificación presupuestaria nacional se inscribe en una perspectiva plurianual.

2. Los marcos presupuestarios a medio plazo comprenderán procedimientos para establecer lo siguiente:

- a. objetivos presupuestarios plurianuales globales y transparentes expresados en términos de déficit de las administraciones públicas, deuda pública y otros indicadores presupuestarios sintéticos como el gasto, que garanticen la compatibilidad de estos con cualesquiera reglas presupuestarias numéricas previstas en el capítulo IV que estén vigentes;*
- b. proyecciones de cada partida importante de gastos e ingresos de las administraciones públicas con más especificaciones sobre los niveles de la administración central y la seguridad social, para el ejercicio presupuestario en cuestión y ejercicios siguientes, basadas en políticas no sujetas a modificaciones;*
- c. una descripción de las políticas previstas a medio plazo que tengan repercusiones en las finanzas de las administraciones públicas, desglosadas por partidas importantes de gastos e ingresos, que muestren cómo se conseguirá el ajuste hacia los objetivos presupuestarios a medio plazo con respecto a las proyecciones basadas en políticas no sujetas a modificaciones;*
- d. una evaluación de la manera en que, a la vista de su incidencia a largo plazo sobre las finanzas generales de las administraciones públicas, las políticas previstas puedan afectar a la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas.*

El artículo 10, por su parte, establece que el presupuesto anual será coherente con el marco presupuestario a medio plazo. El artículo 13, a su vez, dice:

1. Los Estados miembros establecerán mecanismos adecuados de coordinación entre todos los subsectores de sus administraciones públicas a fin de asegurar la cobertura exhaustiva y coherente de todos los subsectores en la planificación presupuestaria de las administraciones públicas, en las reglas presupuestarias numéricas específicas por país, y en la elaboración de las previsiones presupuestarias y el establecimiento de la planificación plurianual según lo establecido, en particular, en el marco presupuestario plurianual.

2. A fin de fomentar la rendición de cuentas fiscal, se determinarán con claridad las responsabilidades presupuestarias de las autoridades de los distintos subsectores de las administraciones públicas.

Mientras que el artículo 6.1, apartado c, señala la necesidad de establecer cuáles son las consecuencias para cada nivel de la administración en caso de incumplimiento de los objetivos fiscales. Por último, el artículo 14 establece que los Estados miembros harán una relación y presentación de todos los organismos y fondos de las administraciones públicas que no formen parte de los presupuestos ordinarios de los distintos subsectores, junto con cualquier otra información pertinente, así como la información pertinente de todas las administraciones públicas sobre los pasivos contingentes que puedan incidir de manera significativa en los presupuestos públicos, en particular las garantías públicas, los préstamos morosos y los pasivos resultantes de la actividad de las corporaciones públicas, indicando su magnitud. Los Estados miembros publicarán asimismo información sobre la participación de las administraciones públicas en el capital de sociedades privadas y públicas en el caso de sumas económicamente importantes.

Con todos estos elementos, la Unión Europea pretendió reforzar la cooperación en materia de política económica a través de un sistema de supervisión multilateral más perfeccionado que el que había establecido el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, en el que el control de las políticas fiscales de los estados miembros de la zona euro no sólo se realizará *ex post*, sino que también tendrá un componente preventivo con el control *ex ante* desde el principio del proceso de elaboración de los presupuestos anuales y a través de los marcos financieros nacionales. Este sistema, no obstante, puede dar lugar a problemas relacionados con la soberanía nacional y el déficit democrático de la Unión Europea, ya que mientras los parlamentos de los estados miembros siguen siendo los depositarios de la soberanía nacional y quienes cuentan con la capacidad constitucional de aprobar los presupuestos y el contenido de la política fiscal, las autoridades comunitarias, en concreto el Consejo y la Comisión, pretenden limitar la capacidad de

actuación de los legislativos nacionales a través de las nuevas reglas del Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

El Pacto del Euro Plus

El Pacto del Euro Plus fue aprobado por los jefes de Estado de la zona euro el 25 de marzo y a él se sumaron también Bulgaria, Dinamarca, Letonia, Lituania, Polonia y Rumanía. Su finalidad es

*reforzar el pilar económico de la unión monetaria, imprimir un nuevo carácter a la coordinación de la política económica y mejorar la competitividad, y lograr así un mayor grado de convergencia*⁴⁰².

Para conseguir estos fines, el Pacto del Euro Plus se basa en cuatro normas directrices⁴⁰³:

- a) Estará en consonancia con la gobernanza económica de la UE y la reforzará.
- b) Tendrá objetivos concretos, una orientación práctica y cubrirá áreas políticas prioritarias que son fundamentales para impulsar la competitividad y la convergencia.
- c) Cada año, cada jefe de Estado o de Gobierno asumirá una serie de compromisos nacionales concretos, cuyo cumplimiento será supervisado políticamente por los jefes de Estado o de Gobierno de los países firmantes del Pacto.
- d) El Pacto respetará plenamente la integridad del mercado único.

El Pacto pretende alcanzar cuatro grandes objetivos⁴⁰⁴: impulsar la competitividad, fomentar el empleo, contribuir a la sostenibilidad de las finanzas públicas y reforzar la estabilidad financiera. Con el fin de mejorar la competitividad, el Pacto propugna la vinculación de la evolución de los salarios con la de la productividad. Para fomentar el empleo propone, entre otras cosas, la ‘flexiseguridad’ y la reducción de la presión fiscal sobre las rentas del trabajo. Para incrementar la sostenibilidad de las finanzas públicas recomienda prestar atención a la sostenibilidad de las pensiones, de la sanidad y de las prestaciones sociales y trasladar a las legislaciones nacionales las normas presupuestarias establecidas en el Pacto de Estabilidad y crecimiento, por ejemplo, mediante límites al endeudamiento, techos de gasto o normas relacionadas con

⁴⁰² Consejo Europeo (2011), p. 13

⁴⁰³ Op. cit., pp- 14-15

⁴⁰⁴ Op. Cit., pp. 16-19

el equilibrio primario⁴⁰⁵. Por último, en relación con la estabilidad financiera, el Pacto establece el compromiso de los estados de establecer una legislación nacional sobre resolución bancaria e indica que se efectuarán de forma periódica pruebas rigurosas de resistencia bancaria coordinadas a escala de la Unión Europea.

Además de estas cuestiones, el Pacto pide que se preste atención a la coordinación de la política tributaria⁴⁰⁶ y sugiere el desarrollo de una base común del impuesto de sociedades.

Con todo ello, el Pacto del Euro Plus pretende corregir algunos de los errores que han dado lugar a la crisis de la Unión Monetaria Europea, como la escasa atención prestada a los desequilibrios del conjunto de la economía, más allá de los relacionados con el déficit presupuestario y la deuda pública, pero sigue sin corregir otros, en especial en lo relativo a la resolución de crisis bancarias que afecten a entidades crediticias paneuropeas.

Hasta el momento, los países que han trasladado a sus legislaciones nacionales las normas presupuestarias establecidas en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento son:

- En **Francia**, el 12 de julio de 2011 la Asamblea nacional votó a favor de reformar los artículos 32, 39 y 42 de la Constitución.
- **Alemania** enmendó en 2009 los artículos 109, 115 y 143 de su Constitución para introducir una provisión sobre techos de deuda y presupuestos equilibrados que entrará en vigor en 2016 para el Estado y en 2020 para los länder.
- El 7 de septiembre de 2011, el Senado de **España** aprobó una enmienda al artículo 135 de la Constitución por la que se introduce un techo al déficit estructural del Estado, las comunidades autónomas y las corporaciones locales. La reforma entrará en vigor en 2020.
- En la misma fecha, el Congreso de **Italia** aprobó la reforma del artículo 81 de la Constitución por la cual se introduce la obligación de mantener el equilibrio presupuestario. La reforma entrará en vigor en 2014.
- En noviembre de 2011, la coalición de Gobierno de **Austria** aprobó una enmienda a la Constitución por la cual se obliga al Ejecutivo a reducir la deuda pública por debajo del 60% del PIB en 2020.

⁴⁰⁵ El equilibrio primario se refiere a que el saldo presupuestario sin incluir los intereses de la deuda pública debe estar en equilibrio.

⁴⁰⁶ Op. Cit., p. 20

- En **Estonia**, el equilibrio presupuestario ha sido uno de los fundamentos de su política económica desde que el país accedió a la independencia.

El Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza

El Consejo Europeo, en su reunión del 9 de diciembre de 2011, acordó avanzar hacia una unión económica más fuerte, para lo cual se decidió elaborar un nuevo pacto presupuestario y reforzar la coordinación de las políticas económicas. El resultado fue el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la Unión Económica y Monetaria, que firmaron el 2 de marzo de 2012 todos los países de la Unión Europea excepto el Reino Unido y la República Checa. El tratado entrará en vigor el 1 de enero de 2013.

Según el artículo 1.1, los países firmantes acuerdan reforzar el pilar económico de la unión económica y monetaria mediante la adopción de un conjunto de normas destinadas a promover la disciplina presupuestaria a través de un pacto presupuestario, a reforzar la coordinación de sus políticas económicas y a mejorar la gobernanza de la zona del euro. Por su parte, el artículo 3.1 establece la obligación del equilibrio presupuestario para todas las administraciones, con un límite al déficit estructural del 0,5% del PIB, que sólo se podrá superar en circunstancias excepcionales. Si el nivel de deuda pública está muy por debajo del 60% del PIB, entonces el techo al déficit estructural se eleva hasta el 1%. El artículo 3.2 dispone que estas normas se incorporen a los distintos ordenamientos jurídicos nacionales mediante disposiciones que tengan fuerza vinculante y sean de carácter permanente, preferentemente de rango constitucional, o cuyo respeto y cumplimiento estén de otro modo plenamente garantizados a lo largo de los procedimientos presupuestarios nacionales. A su vez, el artículo 5.1 obliga a establecer un programa de reformas estructurales en caso de desviación de los objetivos presupuestarios, que será aprobado por la Comisión y el Consejo. El artículo 9 señala que los estados miembros se comprometen a adoptar las iniciativas y medidas necesarias en todos los ámbitos que sean esenciales para el correcto funcionamiento de la zona del euro, de conformidad con los objetivos de fomento de la competitividad, promoción del empleo, contribución a la sostenibilidad de las finanzas públicas y refuerzo de la estabilidad financiera, mientras que el artículo 11 dispone que todas las grandes reformas de política económica que proyecten llevar a cabo los estados miembros se debatirán previamente y, en su caso, se coordinarán entre sí. Por último, el artículo 12 regula las Cumbres del Euro en el sentido de establecer que

los jefes de Estado o de Gobierno de la zona euro se reúnan, como mínimo, dos veces al año, con carácter informal, para debatir cuestiones relativas a las responsabilidades específicas que comparten con respecto a la moneda única, otras cuestiones relacionadas con la gobernanza de la zona del euro y las normas que le son aplicables, así como las orientaciones estratégicas para la dirección de las políticas económicas a fin de aumentar la convergencia en la zona del euro.

Eurobonos

En julio de 2011, como consecuencia del agravamiento de la crisis de deuda soberana, el Parlamento Europeo, en su *Resolución del Parlamento Europeo, de 6 de julio de 2011, sobre la crisis financiera, económica y social: recomendaciones sobre las medidas e iniciativas que deberán adoptarse (INI/2010/2242)*, pidió a la Comisión Europea que estudiase la posibilidad de establecer un sistema de eurobonos. A partir de esta petición, la Comisión presentó, el 23 de noviembre, el *Libro Verde sobre la viabilidad de la introducción de bonos de estabilidad*. Los eurobonos son emisiones de deuda pública comunes para toda la zona euro para la financiación de todos los estados miembros de la misma y respaldada por todos ellos, de forma que ya no habría bonos alemanes, españoles o italianos, sino solo europeos y todos los países se financiarían al mismo tipo de interés. Según el documento, entre las ventajas de la emisión de eurobonos cabe citar

*la profundización del mercado interior y la mayor eficiencia de los mercados de capitales, el aumento de la estabilidad y de la resistencia del sector financiero y de la financiación pública ante situaciones de crisis, el mayor atractivo de los mercados financieros de la zona del euro y del euro a escala mundial y la reducción del impacto del excesivo pesimismo del mercado sobre los costes de la deuda soberana*⁴⁰⁷.

Respecto al pesimismo de los mercados en relación con los costes de la deuda soberana, Bi señala que

once risk premia begin to rise, they do so rapidly. Nonlinear simulations show that fiscal austerity measures that aim to balance the government budget in the

⁴⁰⁷ Comisión Europea (2011), p. 34

*short run fail to contain the default risk premium, even with sizeable cuts in government purchases; but a long-term plan for fiscal reform, if it credibly changes the market's expectation about future fiscal policies, can alleviate the rising risk premium*⁴⁰⁸.

En consecuencia, si las autoridades de un país en dificultades relacionadas con su deuda soberana no consiguen convencer pronto a los mercados de la solvencia de las medidas de ajuste fiscal que adopte, se encontrarán con que la propia prima de riesgo impulsará al alza el gasto presupuestario, a través de la partida de intereses de la deuda, y, con él, estimulará el crecimiento del déficit público, dificultando, de esta forma, el ajuste, o haciéndolo imposible. Esto fue lo que le sucedió al Gobierno español tras la presentación, a finales de marzo de 2012, del proyecto de presupuestos para ese ejercicio. Los mercados dudaron de la efectividad de las medidas de ajuste fiscal que contenía y provocaron que la prima de riesgo superase los 430 puntos básicos cuando unas semanas antes había estado en torno a los 300 puntos básicos. Solo las intervenciones del BCE, mediante compra de deuda en los mercados, frenaron la escalada de la prima de riesgo.

Bordo, Markiewicz y Jonung ofrecen otra justificación para los eurobonos, a partir de la experiencia histórica de cinco países federales: Estados Unidos, Canadá, Alemania, Argentina y Brasil. Según estos autores,

*the current euro area fiscal arrangement lacks the means to respond to a rare but economically disastrous event like the recent financial and debt crisis. History suggests that the creation of a union-wide bond market with a common bond may prove to be a successful way to finance increases in public expenditure to prevent the malaise experienced today in Europe. Federal borrowing has avoided the problems of liquidity and credibility faced by smaller members. Moreover servicing this debt by taxes collected directly by the federal government - as Alexander Hamilton instituted in the eighteenth century in the US - avoided problems of free riding*⁴⁰⁹.

Aunque los eurobonos podrían haber resuelto el problema de las primas de riesgo de los países en dificultades y, por tanto, haber contribuido en gran medida a la

⁴⁰⁸ Bi (2012), p. 389

⁴⁰⁹ Bordo, Markiewicz y Jonung (2011), p. 26

resolución de las mismas, tanto Alemania como el Banco Central Europeo se opusieron a esta política que, por ahora, no ha salido adelante. En el caso de Alemania, el rechazo se basaba en que el eurobono implicaba que el país tuviera que financiarse en los mercados a tipos de interés superiores que los que pagaría emitiendo deuda exclusivamente alemana.

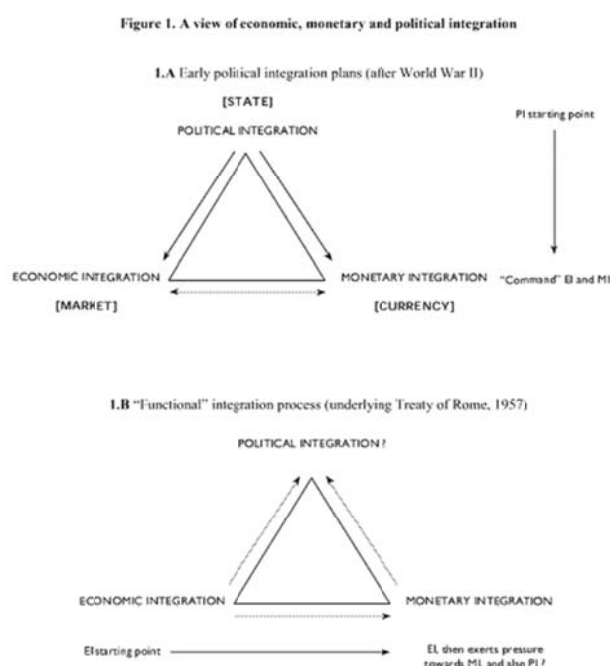
Todas estas medidas están encaminadas a reforzar la coordinación de las políticas económicas mediante sistemas de supervisión multilateral. En este sentido, supone un avance el hecho de que la supervisión se establezca no sólo *ex post* sino también con carácter *ex ante*, lo cual debería evitar que se produzcan problemas como los que han dado lugar a la crisis de la zona euro. De la misma forma, también constituye un avance el hecho de que la supervisión multilateral deje de limitarse a los saldos presupuestarios y de deuda pública y se extienda también a otras variables económicas fundamentales para la estabilidad macroeconómica de los estados miembros de la zona euro y, por tanto, para prevenir crisis que tengan su origen en la acumulación de desequilibrios macroeconómicos nacionales. Además, la creación del Mecanismo de Estabilidad Financiera supone que la Unión Monetaria Europea se dota de un instrumento para ayudar a los estados en tiempos de crisis excepcionales que debe evitar que se repitan situaciones que pongan en cuestión la viabilidad de la zona euro. Sin embargo, todos estos cambios siguen adoleciendo de un defecto fundamental: ponen toda la carga de los ajustes sobre las espaldas de los estados miembros y dificultan la vuelta a situaciones de normalidad en tanto en cuanto las ayudas del MEDE son préstamos o créditos que después el estado miembro receptor de los mismos tiene que devolver, lo que no sucedería con mecanismos de solidaridad financiera como los que utiliza Estados Unidos en tiempos de crisis. Asimismo, todas estas medidas implican la creación de nuevas reglas, en lugar de avanzar hacia una mayor integración económica que, dadas las circunstancias, implica también avanzar hacia una mayor integración política. Esto lleva a plantear la cuestión fundamental de si la Unión Monetaria Europea, para funcionar bien, precisa de un mayor grado de integración política.

10. ¿Integración política?

A partir de la teoría de las áreas monetarias óptimas y de todo lo expuesto anteriormente, De Grauwe ofrece dos razones para justificar la unión política:

First, political union makes it possible to organize systems of fiscal transfers that provide some insurance against asymmetric shocks. (...) Second, political union reduces the risk of asymmetric shocks that have a political origin. To give some examples that are relevant for the euro area: today spending and taxation in the euro area remain in the hands of national governments and parliaments. As a result, unilateral decisions to lower (or to increase) taxes create an asymmetric shock. Similarly, social security and wage policies are decided at the national level. Again this creates the scope for asymmetric shocks in the euro area, like in the case of France when that country decided alone to lower the working week to 35 hours. From the preceding it follows that political unification reduces the scope for such asymmetric shocks⁴¹⁰.

Otmar Issing, por su parte, se centra en las relaciones entre integración económica, integración monetaria e integración política. Al analizar el proceso de construcción europea desde la entrada en vigor del Tratado de Roma, percibe que lo que ha tenido lugar en Europa es una integración “funcional”. El punto de partida fue la integración económica, que dio lugar posteriormente a la integración monetaria y a ciertas formas de integración política. El esquema se muestra en la figura siguiente que ofrece Issing, en la que se compara el proyecto inicial de integración política con el proceso que, finalmente, se puso en marcha.



⁴¹⁰ De Grauwe (2006), p. 721

A partir de este esquema, Issing concluye que

as EMU is going to have consequences for the political structure there is also an 'endogeneity of politics'⁴¹¹.

Por endogeneidad de las políticas se entiende que la integración económica induce la integración monetaria y ambas, la integración política.

Issing⁴¹² señala que hay tres dimensiones complementarias, al menos, en las que la Unión Europea ha realizado avances hacia la unión política:

- Los miembros de la zona euro ya comparten decisiones políticas en el contexto europeo
- Los países de la zona euro ya han transferido ámbitos de soberanía nacional al nivel supranacional
- En todos los países algunas de las principales funciones tradicionales del Estado están cambiando bajo la presión de la globalización, del papel creciente del conocimiento y de la innovación y de la profundización de la interdependencia económica y financiera

A partir de este punto, y siguiendo a Mongelli⁴¹³, hay que tener en cuenta tres aspectos en relación con la integración política. El primero de ellos es la integración política funcional, que implica, como señalaba Issing, que los estados miembros del euro ya comparten decisiones políticas de ámbito europeo. Padoa-Schioppa comenta al respecto que

the institutional architecture of the European Union is entirely that of a political system, not that of an international organization based on soft cooperation: a legislative capacity that prevails over that of member states, a judicial power, a directly elected –albeit with limited power- Parliament⁴¹⁴.

Sin embargo, Issing advierte que

⁴¹¹ Issing (2001), p. 6

⁴¹² Op. cit., p. 8

⁴¹³ Mongelli (2002), p. 24-25

⁴¹⁴ Padoa-Schioppa (2004), p. 179

It may not be appropriate exclusively to consider political integration for Europe in forms we are familiar with from current examples or from history. The process should instead be left open - for progress - and also for correcting mistakes⁴¹⁵.

El segundo aspecto al que se refiere Mongelli es la transferencia de soberanía de varios elementos de política económica. Las políticas monetaria y cambiaria están centralizadas en el Sistema Europeo de Bancos Centrales. Muchas políticas microeconómicas en las áreas relacionadas con el mercado único, la competencia y la política comercial son competencia de la Unión Europea. La articulación de la política fiscal a nivel nacional está encorsetada por las restricciones impuestas por el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Los estados tienen que remitir todos los años a la Comisión un Programa de Estabilidad con sus objetivos fiscales y tienen que adherirse a las orientaciones generales de política económica (Gopes, en sus siglas en inglés) que elabora anualmente la Comisión Europea, que incluyen recomendaciones específicas en política macroeconómica y políticas estructurales. En consecuencia, y aunque formalmente los gobiernos nacionales conservan un alto grado de independencia en política económica, con la excepción de la política monetaria, en la práctica los estados miembros han transferido al ámbito comunitario muchos más elementos de soberanía en política económica que los meramente monetarios.

El tercer aspecto es la creciente necesidad de coordinación política. El problema para la Unión Monetaria Europea deriva de la existencia de una política monetaria única para toda la zona euro y de varias políticas nacionales con problemas de coordinación entre ellas. Según Bini Smaghi y Casini,

Co-operative games are nevertheless difficult to implement between monetary and fiscal authorities when the latter are independent and might not be willing to pre-commit to undesired policies.

(...)

In EMU, the problem of coordination between fiscal and monetary authorities is further complicated by the unique relationship between one European

⁴¹⁵ Op. cit., p. 9

*monetary authority and several national fiscal authorities, which have in turn a problem of co-ordination between themselves*⁴¹⁶.

Teniendo en cuenta todas las consideraciones anteriores, De Grauwe afirma que

*Without a political union the Eurozone is at risk*⁴¹⁷.

Un punto de vista alternativo y contrario a la unión política lo ofrecen Alesina y Barro. Según estos autores,

*If countries are linked more by trade and common currency, then the benefits from having a larger political union (i.e., a larger-size country) diminish. Thus, if a country joins a monetary union, it may become easier for one of its regions to secede. The reason is that the benefits from free trade and common currency are no longer linked to the political union. To some extent, Europe is already a case in point. Together with the progress of economic integration and monetary unification, regionalism and the demand for regional political autonomy have shown renewed vigor. We submit that this coincidence of events is not a coincidence*⁴¹⁸.

No obstante, y en el caso de la Unión Monetaria Europea, Issing advierte que hay que tener en cuenta que

*monetary union in itself already has a clear political dimension. The transfer of national sovereignty in such an important field as the currency to a supranational institution –in the case of EMU from national central banks to the ECB– is a substantial contribution to political integration. A central bank is, after all, an element of statehood*⁴¹⁹.

Esto es así porque, según Bordo y James,

In Europe, the push to monetary union was part of a process that was intended to drive closer political union, and the logic of monetary union required (and

⁴¹⁶ Bini Smaghi y Casini (2000), p. 376

⁴¹⁷ De Grauwe (2009), p. 18

⁴¹⁸ Alesina y Barro (2001), p. 384

⁴¹⁹ Issing (2007), p. 194

*continues to require) a further degree of political coordination, in particular in regard to fiscal policy*⁴²⁰.

Por ultimo, McNamara advierte que

*No monetary union has ever succeeded without a robust political union and a centralized fiscal policy. The EU, impressive innovation that it is, is attempting to break the historical relationship between a single currency and the nation-state. The current crisis demonstrates that markets, to date, remain unconvinced*⁴²¹.

En resumen, teniendo en cuenta los argumentos anteriores, avanzar en la unión política podría resultar conveniente para el buen funcionamiento de la Unión Monetaria Europea.

⁴²⁰ Bordo y James (2007), p. 401

⁴²¹ McNamara (2011), p. 23

9. Conclusiones

La crisis de la Unión Monetaria Europea tiene elementos institucionales explicativos propios que se relacionan con el hecho de que constituye un sistema federal incompleto que, a diferencia de los países constituidos como federaciones, le impide satisfacer algunos de los criterios básicos para el buen funcionamiento de una unión monetaria. De esta forma, mientras en las federaciones el Gobierno central tiene capacidad plena para la toma de decisiones en todo lo referente a crisis financieras, de deuda y bancarias, así como su prevención, en el caso de la Unión Europea no existe una institución o gobierno económico del euro con dicha capacidad, de la misma forma que tampoco hay un Tesoro europeo capaz de emitir y gestionar deuda pública a nivel comunitario, ni un presupuesto capaz de cumplir con las funciones propias del mismo, simplemente porque la UE carece de competencias en esos terrenos. Por ello, la primera respuesta de la Unión Europea a la crisis financiera internacional fue una respuesta descoordinada de carácter nacional hasta que, viendo que se ponía en peligro la estabilidad financiera del conjunto de la zona euro las autoridades comunitarias empezaron a promover respuestas coordinadas y conjuntas. Después, cuando la crisis se transformó en una crisis de la zona euro, que exigía respuestas conjuntas, ésta evidenció las limitaciones de una arquitectura institucional que carece de instituciones de gobierno económico propiamente dichas, más allá del Banco Central Europeo, y que obliga a tomar decisiones de forma coordinada y consensuada entre todos los estados miembros de la Unión Monetaria Europea, lo cual, por lo que ha demostrado la experiencia, es un método lento y poco eficiente para afrontar una situación de crisis porque los intereses nacionales en muchas ocasiones chocan frontalmente con los comunitarios. Pero, fundamentalmente, lo que la crisis puso de manifiesto fue la necesidad de completar el marco institucional de la zona euro con instituciones supranacionales de supervisión financiera y, sobre todo, con una institución capaz de gestionar crisis financieras a escala de la unión y de aportar a las mismas no solo fondos para ayudar a sanear las entidades crediticias en crisis, sino también soluciones de mercado para las mismas, como se ha demostrado en esta tesis.

El origen de estas deficiencias en la arquitectura institucional de la Unión Monetaria Europea, como también se ha demostrado en esta tesis, se encuentra en el proceso de integración monetaria europea, que se ha caracterizado permanentemente por la resistencia a la cesión de soberanía nacional, lo que ha llevado a crear reglas en vez de instituciones. Desde el primer momento de vida de la Comunidad Económica Europea, luego transformada en la Unión Europea, se puso de manifiesto la necesidad de una unión monetaria para consolidar y permitir el buen funcionamiento del Mercado Único. Sin embargo, y pese a que los estudios del Parlamento Europeo y de la Comisión pusieron siempre de manifiesto esta necesidad, los estados miembros siempre rechazaron avanzar en la integración monetaria por lo que ello suponía de cesión de soberanía nacional. Por ello, en la década de los 60 se contentaron con mantener el sistema de tipos de cambio fijos de Bretton Woods y cuando éste se vino abajo, optaron por el modelo de integración monetaria en el que tenían que transferir menos soberanía nacional: la ‘serpiente monetaria’. Lo mismo sucedió cuando, tras el fracaso de la ‘serpiente’, se creó el Sistema Monetario Europeo en 1979. Tanto el sistema de Bretton Woods, como la ‘serpiente’ y el SME, en el fondo, son reglas de comportamiento en relación con los tipos de cambio. Esta es otra tendencia que ha aflorado en todo el proceso de integración monetaria europea, la de sustituir la creación de instituciones por el establecimiento de reglas.

Solo cuando se produjo la confluencia de los intereses políticos en contra del dominio financiero que ejercía Alemania a través del Sistema Monetario Europeo con la constatación de que, con la liberalización de los movimientos de capitales que entró en vigor en 1993, el mantenimiento del Mercado Único solo podría conseguirse a través de una unión monetaria real, los estados miembros se decidieron a dar el paso definitivo y crear la Unión Monetaria Europea, con lo que ello implicaba de cesión de soberanía nacional. No obstante, dicha cesión se limitó a las cuestiones de naturaleza estrictamente monetaria y no se reprodujo en relación con los demás elementos institucionales necesarios para el buen funcionamiento de una unión monetaria, como la integración fiscal, la supervisión financiera a escala de la unión y la necesidad de una institución para gestionar crisis que pongan en peligro la estabilidad financiera de la zona euro. Por el contrario, los estados miembros de la zona euro continuaron con su tendencia a establecer reglas en vez de instituciones. De esta forma, en lugar de crear

una autoridad fiscal para la zona euro, se limitaron a aprobar el Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

El Pacto de Estabilidad y Crecimiento es un conjunto de reglas fiscales por el cual se obliga a los países miembros de la Unión Monetaria a mantener el déficit público dentro de unos límites, a alcanzar el equilibrio presupuestario y a reducir los niveles de endeudamiento público. El Pacto ha funcionado en el sentido de que, al estallar la crisis financiera internacional, los países que lo cumplieron se encontraron con margen para poder aplicar políticas presupuestarias de estabilización macroeconómica y de saneamiento de sus sistemas financieros. Sin embargo, el Pacto falló en el sentido de que, cuando hubo que aplicar su contenido a Alemania y Francia, ambos países optaron por cambiar las reglas del mismo en su beneficio, dando lugar a un problema añadido para la Unión Monetaria Europea: la estabilidad de las normas y credibilidad de las normas que la regulan. De esta forma, la pérdida de credibilidad del Pacto de Estabilidad y crecimiento se tradujo, con posterioridad, en la falta de credibilidad de la cláusula de no rescate de países que establece el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea. Los mercados, con aquel precedente, no creyeron que no se fuera a aplicar dicha cláusula y dieron lugar a que la prima de riesgo de los países que estaban acumulando importantes desequilibrios macroeconómicos antes de la crisis no recogiera dichos factores. Solo a partir de la quiebra de Lehman Brothers, los mercados empezaron a fijarse en las circunstancias específicas de cada país y a incorporarlas en la prima de riesgo, reaccionando al respecto de forma abrupta y dando lugar a la crisis de deuda soberana de la zona euro, en cuyo estallido tuvo mucho que ver también el descubrimiento de que Grecia había falseado sus cuentas públicas. Este hecho puso de manifiesto otro de los grandes fallos de la arquitectura institucional de la Unión Monetaria Europea, el de la supervisión multilateral de los presupuestos de los estados miembros.

En el ámbito de la política monetaria también se produjeron fallos muy importantes que dieron lugar a la crisis de deuda soberana. En particular, el Banco Central Europeo no actuó para frenar el elevado crecimiento del crédito interno en la zona euro, el cual dio lugar a la formación de las burbujas inmobiliarias de Irlanda y España, cuyo estallido explica, en gran medida, la crisis fiscal de ambos países. El Sistema Europeo de Bancos Centrales, por su parte, tampoco supo sacar partido a las posibilidades que ofrece su organización federal para actuar contra la formación de

dichas burbujas en Irlanda y España, aprovechando que la supervisión del sistema financiero sigue siendo una competencia nacional. En este sentido, el SEBC podía haber incrementado los coeficientes de caja y solvencia en dichos países, haber actuado mediante un sistema de provisiones dinámicas y, desde luego, ante la concentración de riesgos derivados de los créditos hipotecarios y los préstamos a promotores inmobiliarios en la cartera de las entidades financieras, haber aplicado con intensidad todos los instrumentos necesarios para reducir dichos riesgos y garantizar la solvencia de dichas entidades. Las directivas europeas en materia de supervisión del sistema financiero se lo permiten, porque son directivas de mínimos. Sin embargo, ni el SEBC actuó como cabría esperar de él, ni hubo indicación alguna al respecto por parte del Banco Central Europeo.

El BCE también falló en su respuesta inicial a la crisis, no sabiendo adaptar de forma inmediata los tipos de interés a la misma, si bien esto lo corrigió pronto, y aunque actuó perfectamente proporcionando liquidez al mercado interbancario cuando surgieron tensiones en el mismo, la visión estrecha sobre la misión de un banco central que caracteriza a la normativa que lo regula le impidió llevar a cabo a tiempo otras actuaciones que la Reserva Federal estadounidense, libre de esas restricciones, pudo poner en marcha desde el primer momento, en especial los mecanismos de apoyo a los países con graves problemas presupuestarios.

De la misma forma, todo el entramado institucional relacionado con la supervisión financiera falló de forma estrepitosa. No hubo colaboración entre supervisores, por falta de voluntad política, y, por tanto, no circuló la información con la fluidez necesaria para poder haber atajado a tiempo el desarrollo de la crisis financiera en la zona euro. Asimismo, la falta de un mecanismo que garantizase la estabilidad financiera de la zona euro y que gestionase la crisis financiera supuso otro fallo institucional, en tanto en cuanto los estados miembros tuvieron que hacerse cargo de los problemas relacionados con sus respectivos sistemas crediticios a costa del empeoramiento de su situación fiscal, lo que agravó sus ya de por sí serias dificultades presupuestarias y de deuda.

Lo que sí ha funcionado, de forma relativa, ha sido la integración financiera. Gracias a ella, los países que experimentaron importantes desequilibrios de balanza de pagos, más en concreto Irlanda y España, pudieron financiar los mismos en los

mercados de capitales de la zona euro. Sin embargo, faltaron los estímulos necesarios para que dichos países llevaran a cabo los ajustes necesarios en sus economías para resolver sus problemas de la balanza por cuenta corriente. De la misma forma, el sistema de diversificación de riesgos a través de los mercados financieros ha funcionado, pero no con la intensidad que cabría esperar de él debido al fuerte sesgo nacional que todavía caracteriza a las carteras de los inversores de la zona euro. Por último, la segmentación que todavía existe en el sector de banca minorista impide que, en caso de crisis bancarias, se puedan articular soluciones de mercado que sobrepasen las fronteras nacionales.

Los fallos del entramado institucional de la Unión Monetaria Europea se extienden, también, a todo lo referente a la integración fiscal. La ausencia de una autoridad fiscal para la zona euro ha obligado a los estados miembros a tener que ser ellos quienes acometan las necesarias políticas de estabilización macroeconómica, con la restricción de tener que avanzar rápidamente hacia el equilibrio presupuestario. En Estados Unidos, en cambio, la utilización del presupuesto federal ha permitido a los estados verse libres de parte de esa carga, que ha sido asumida por el gobierno federal. En la zona euro, en cambio, al no poder contar con ese instrumento, se ha producido una crisis de deuda soberana que ha puesto en tela de juicio la viabilidad de la misma. Además, el presupuesto de la Unión Europea, por sus propias características, carece de la capacidad de poder asumir esa función, debido tanto al bajo nivel de gasto comunitario como a la normativa sobre el procedimiento presupuestario, los ingresos y los gastos, que impiden que la UE pueda incurrir en déficit, emitir deuda o financiar cualquier actuación que no tenga que ver con la política agrícola común o la política de cohesión. El presupuesto comunitario no contempla la posibilidad de realizar otro tipo de transferencias, en especial las relacionadas con situaciones de crisis fiscal de uno o varios estados miembros porque carece de la capacidad para ello y porque, además, el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea lo prohíbe de forma específica.

El proceso de integración monetaria europea ha ido avanzando a golpe de crisis. Mientras los estados miembros se encontraron cómodos con el sistema de Bretton Woods, no quisieron caminar hacia la unión monetaria. Cuando éste estalló, la UE creó la ‘serpiente monetaria’ y cuando ésta no funcionó, aprendió de aquellos errores y puso en marcha el Sistema Monetario Europeo, basado en la ‘serpiente’ pero con nuevos mecanismos institucionales que evitaran que la historia volviera a repetirse. De la

ruptura del SME en 1992 la UE también obtuvo enseñanzas que aplicó después a la Unión Monetaria Europea, en concreto, la necesidad de coordinar las políticas presupuestarias a través del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. De esta crisis también han surgido nuevas lecciones y las enseñanzas de las mismas se han reflejado en la nuevas normas y la nueva arquitectura del sistema europeo de supervisión financiera, en los nuevos mecanismos de supervisión multilateral de la política fiscal, en especial el semestre europeo y las normas sobre presupuestos nacionales, y en la creación de mecanismos de gestión de crisis, como el Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera y el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera, que se integrarán en el nuevo Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera en cuanto éste entre en vigor. Con ello se pretende no solo que la zona euro esté mejor preparada para afrontar situaciones de crisis en el futuro, sino también para prevenirlas.

El problema que subyace en todas estas medidas es que, aunque suponen avances en relación con la situación previa a la crisis, su génesis sigue inspirada por los mismos principios que dieron lugar a las deficiencias en el entramado institucional de la Unión Monetaria Europea que han provocado su crisis. De entrada, toda la carga de la política de estabilización macroeconómica y de saneamiento de los sistemas financieros en crisis sigue recayendo de forma íntegra sobre los estados miembros. Los nuevos mecanismos de gestión de crisis suponen una ayuda en el sentido de proporcionar recursos, pero lo hacen a través de créditos condicionados, como en los programas de rescate del Fondo Monetario Internacional, en lugar de emplear un sistema de transferencias a través de un presupuesto federal, como en Estados Unidos. Esto se debe a la negativa a crear una autoridad fiscal para la zona euro, por lo que ello implica de nuevas cesiones de soberanía nacional. Igualmente, aunque se ha reforzado la arquitectura institucional del sistema europeo de supervisión financiera, ésta sigue recayendo, fundamentalmente, en los estados miembros, con lo cual nada garantiza que en el futuro se vaya a producir la colaboración entre supervisores que no ha habido durante la génesis de la crisis. También se ha reforzado el sistema de supervisión multilateral de las finanzas públicas nacionales, pero eso no impide que, en tiempos de crisis, un Parlamento nacional soberano opte por desplegar políticas fiscales contrarias a las nuevas disposiciones en materia de estabilidad presupuestaria. De la misma forma, también se va a prestar atención a la evolución de otros indicadores económicos distintos a los fiscales, cuyo deterioro puede poner en peligro la estabilidad

macroeconómica de un país y generar una crisis que pudiera afectar al conjunto de la unión monetaria, lo cual supone un avance. Por último, aunque el Banco Central Europeo ha asumido la necesidad de vigilar la evolución de los precios de los activos, para evitar la formación de burbujas, y de actuar contra tendencia si llega el caso, lo que no se ha producido es una flexibilización de la normativa que regula sus actividades que le permita poder actuar con más rapidez y precisión, en caso de futuras crisis financieras, manteniendo siempre la vista puesta en su objetivo de estabilidad de precios, sin tener que esperar a contar con el placet del Consejo y del Parlamento Europeo para tomar, de forma automática, las medidas que considere necesarias.

Con todo ello se demuestran las hipótesis de partida de esta tesis:

- Qué la arquitectura institucional de la Unión Monetaria Europea es insuficiente para el buen funcionamiento de la misma y necesita completarse con entidades de supervisión supranacionales, con verdaderos poderes de actuación, y, sobre todo, con una institución para gestionar crisis financieras no sólo mediante la aportación de fondos, sino también promoviendo soluciones de mercado a nivel de la zona euro.
- Que el entramado institucional existente ha funcionado de forma deficiente en la formación y desarrollo de la crisis, porque fue incapaz de reaccionar ante los desequilibrios macroeconómicos y los problemas de liquidez que dieron lugar a la misma y de articular las respuestas automáticas que exigían las circunstancias.
- Que para que funcione bien la Unión Monetaria Europea es necesario crear instituciones formales en vez de reglas.
- Que el origen de los problemas reside en la tendencia histórica de férrea resistencia de los estados miembros a transferir soberanía nacional a las autoridades comunitarias que caracteriza a todo el proceso de integración monetaria europea.
- Que las reformas que se han puesto en marcha desde 2009, aunque van en la buena dirección, son insuficientes porque muchas de ellas no atacan el núcleo de los problemas institucionales estudiados en esta tesis.

Esta tesis ha reabierto las investigaciones sobre la estructura institucional de una unión monetaria, que llevaban años estancadas, para adaptarlas a la era de la globalización financiera. También ha dado lugar a que surgan cuestiones que

sobrepasan el ámbito de este trabajo. Una de las fundamentales es si la estructura institucional óptima de una unión monetaria debe o no incluir mayores dosis de integración política. Asimismo cabe plantearse en qué medida la entrada en vigor del euro ha distorsionado los movimientos de capitales y la evolución de las primas de riesgo antes de la crisis en relación con los que hubieran tenido lugar si la forma de integración monetaria hubiera sido un sistema de cambios fijos en lugar de una moneda común.

10. Bibliografía

- Adam, K.; Jappelli, T.; Menichini, A., Padula, M. y Pagano, M.: *Analyse, Compare, and Apply Alternative Indicators and Monitoring Methodologies to Measure the Evolution of Capital Market Integration in the European Union*. Informe para la Comisión Europea, enero 2002
- Adjauté, K. y Danthine, J. P.: *European Financial Integration and Equity Returns: A Theory-Based Assessment*. Fame Research Paper nº 84. 2003
- Affinito, M. y Farabullini, F.: *Does the Law of One Price Hold in Euro-Area Retail Banking? An Empirical Analysis of Interest Rate Differentials across the Monetary Union*. International Journal of Central Banking, Vol. 5, Nº 1 (March, 2009), pp. 5-37
- Affinito, M. y Piazza, M.: *What are Borders Made of? An Analysis of Barriers to European Banking Integration*. Banca d'Italia. Working paper nº 666. Abril, 2008
- Ahijado Quintillán, M. y Navascués Guilló, M.: *Uniones monetarias en Europa. Lecciones históricas para la Unión Económica y Monetaria Europea*. Pirámide. Madrid, 1999
- Alesina, A. y Barro, R. J.: *Dollarization*. The American Economic Review, Vol. 91, Nº 2, Papers and Proceedings of the Hundred Thirteenth Annual Meeting of the American Economic Association (May. 2001), pp.381-385
- Allen, P. R.: *Organization and Administration of a Monetary Union*. Princeton Studies in International Finance, nº 38. Princeton University, 1976
- Anderson, G.: *Una introducción al federalismo*. Marcial Pons. Madrid, 2008
- Angeloni, I. y Ehrmann, M.: *Monetary Transmission in the Euro Area: Early Evidence*. Economic Policy, Vol. 18, Nº 37, pp. 469-501. Octubre, 2003
- Apel, E.: *Central Banking Systems Compared. The ECB, the pre-euro Bundesbank, and the Federal Reserve System*. Routledge. Nueva York, 2003

- Arghyrou, M. G. y Kontonikas, A.: *The EMU sovereign-debt crisis: Fundamentals, expectations and contagion*. European Economy. Economic Papers nº 436. Comisión Europea. Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros, 2011
- Artis, M. J. y Buti, M.: *'Close-to-Balance or in Surplus': A Policy-Maker's Guide to the Implementation of the Stability and Growth Pact*. JCMS: Journal of Common Market Studies, Vol. 38, Nº 4, pp. 563–91. Noviembre, 2000
- Artis, M. J. y Hoffman, M.: *Declining Home Bias in the EU*, en Watson, M y Jonung, L. (editors) *Building the Financial Foundations of the Euro. Experiences and Challenges*. Routledge, 2008
- Asdrubali, P., Sorensen, B. E. y Yosha, O.: *Channels of Interstate Risk Sharing: United States 1963-1990*. Quarterly Journal of Economics, Noviembre 96, Vol. 111, Nº 4, pp. 1.081-1.110
- Atkeson, A. y Bayoumi, T.: *Do Private Capital Markets Insure Regional Risk? Evidence from the United States and Europe*. Open Economies Review, Vol. 4, Nº 3, pp. 303-324, 1993
- Backus, D. K.; Kehoe, P. J. y Kydland, F. E.: *International Real Business Cycles*. Federal Reserve Bank of Minneapolis, Research Department Staff Report 146, 1991
- Baele, L.; Ferrando, A.; Hördahl, P.; Krylova, E. y Monnet, C.: *Measuring Financial Integration in the Euro Area*. Banco Central Europeo. Ocassional Paper nº 14, 2004
- Baimbridge, M. y Whyman, P.: *Fiscal Federalism and EMU: an Appraisal*, en Baimbridge, M. y Whyman, P. (editors) *Fiscal Federalism and European Economic Integration*. Routledge. Londres, 2004
- Baldwin, R., Di Nino, V.; Fontagné, L.; De Santis, R. y Taglioni, D.: *Study on the Impact of the Euro on Trade and Foreign Direct Investment*. Comisión Europea. Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros, 2008
- Balli, F., Kalemli-Ozcan, S. y Sorensen, B.: *Risk Sharing Through Capital Gains*. NBER Working Paper 17612. Noviembre, 2011

-Balli, F. y Sorensen, B. E.: *Risk Sharing among OECD and EU Countries: The Role of Capital Gains, Capital Income, Transfers, and Saving*. MPRA Paper nº 10223, posted 29. August 2008

-Banco Central Europeo: *Evolución presupuestaria*. Boletín Mensual. Junio, 2000

-*The Relationship between Monetary Policy and Fiscal Policies in the Euro Area*. Boletín Mensual, Febrero, 2003

-*1998-2008*. Boletín Mensual especial décimo aniversario del BCE. 2008

-*Impacto en las finanzas públicas de la zona del euro del apoyo de los gobiernos al sector bancario*. Boletín Mensual. Julio, 2009

-*Operaciones de política monetaria, operaciones en divisas y actividades de inversión*. Informe anual 2010

-*Monetary Policy Transmission in the Euro Area, A Decade after the Introduction of the Euro*. Banco Central Europeo. Boletín Mensual. Mayo 2010

-*Reconsideración de la relación entre las burbujas de precios de los activos y la política monetaria*. Boletín Mensual. Noviembre, 2010b

-*El Mecanismo Europeo de Estabilidad*. Boletín Mensual. Junio, 2011

-*Evolución monetaria y financiera*. Boletín Mensual. Marzo, 2012

-Bayoumi, T. y Masson, P. R.: *Fiscal Flows in the United States and Canada: Lessons for Monetary Union in Europe*. European Economic Review, Vol. 39, Nº 2, February 1995, pp. 253-274

-Bernhardsen, T. y Ejerskov, S.: *Integration of the Money Market in the Euro Area*, en Berg, J., Grande, M. y Mongelli, F. P. (editors) *Elements of the Euro Area. Integrating Financial Markets*. Ashgate Publishing, 2005

-Bi, H.: *Sovereign Default Risk Premia, Fiscal Limits, and Fiscal Policy*. European Economic Review 56 (2012), pp. 389–410

- Bini Smaghi, L. y Casini, C.: *Monetary and Fiscal Policy Co-operation: Institutions and Procedures in EMU*. JCMS: Journal of Common Market Studies, Vol. 38, N° 3 (Sep. 2000), pp. 375-391
- Boadway, R. y Shah, A.: *Fiscal Federalism. Principles and Practice of Multiorder Governance*. Cambridge University Press. Cambridge (Massachusetts), 2009
- Bordo, M. D.; Eichengreen, B. y Kim, J.: *Was There Really an Early Period of International Financial Integration Comparable to Today?* NBER Working Paper 6738, 1998
- Bordo, M. D. y James, H.: *One world money, then and now*. International Economics and Economic Policy, Vol. 3, N° 3-4, (2007), pp. 395-407
- Bordo, M. D. y Jonung, L.: *The Future of EMU: What Does the History of Monetary Unions Tell Us?* NBER Working Paper 7365, 1999
- Bordo, M. D.; Markiewicz, A. y Jonung, L.: *A Fiscal Union for the Euro: Some Lessons from History*. NBER Working Paper 17380. September 2011
- Bruni, F.: *Fiscal Discipline in a Monetary Union: Issues for the Euro Area*. SUERF Studies 2004/2
- Buiter, W. H.: *Measurement of the Public Sector Deficit and its Implications for Policy Evaluation and Design*. Fondo Monetario Internacional. Staff Papers, Vol. 30, N° 2 (June, 1983), pp. 306-349
- Buiter, W. H., Corsetti, G. M. y Pesenti, P. A.: *Interpreting the ERM Crisis: Country-Specific and Systemic Issues*. Princeton Studies in International Finance n° 84. Princeton University. Marzo, 1998
- Burguess, M.: *Federalism and the European Union: The Building of Europe, 1950-2000*. Routledge. Londres, 2000
- Buti, M., Franco, D. y Ongena, H.: *Fiscal discipline and flexibility in EMU: the implementation of the Stability and Growth Pact*. Oxford Review of Economic Policy (1998), Vol. 14, N° 3, pp. 81-97

-Christl, J.: *Regional Currency Arrangements: Insights from Europe*. IEEP (2006) 3, pp. 209–219

-Collignon, S.; Bofinger, P.; Johnson, C y De Maigret, B.: *Europe's Monetary Future. A study prepared at the request of the European Parliament*. Association for the Monetary Union of Europe y Fairleigh Dickinson University Press. Agosto, 1994

-Comisión Europea: *Mémorandum de la Commission sur le programme d'action de la Communauté pendant la deuxième étape*. EC Bulletin 12/1962

-*La coopération monétaire et financière au sein de la Communauté Economique Européenne*. Comunicado de la Comisión al Consejo Europeo de 19 de junio de 1963, II/COM (63) 216

-*Commission Memorandum to the Council on the Co-Ordination of Economic Policies and Monetary Co-Operation within the Community (Plan Barre)*. Supplement to EC Bulletin 3/1969

-*Final Communiqué of the Conference of Heads of State or Government on 1 and 2 December 1969 at The Hague*. Supplement to EC Bulletin. 7/1970 pp. 18-19. 1969b

-*La création d'une union économique et monétaire. Eléments d'une doctrine*. Nota del 6 de febrero de 1970

-*Résumé du plan d'étapes présenté par Monsieur Schiller (Plan Shiller)*. 1970b

-*Commission Memorandum to the Council on the Preparation of a Plan for the Phased Establishment of an Economic and Monetary Union*. Supplement to EC Bulletin 3/1970c

-*Report of the Study Group "Economic and Monetary Union 1980" (Informe Marjolin)*. Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros. 1975

-*L'Union Européenne (Informe Tindemans)*. Supplement to EC Bulletin 1/1976

-*Report of the Study Group on the Role of Public Finance in European Integration (Informe MacDougall)*. 1977

-*A Progress Report on Convergence and E.M.U.* Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros, 1977b

-The Prospect of Monetary Union, 1977c

-Europe's Present Challenge and Future Opportunity. Jean Monnet Lecture. Florencia, 27 de septiembre de 1977d

-Recherche d'une plus grande stabilité dans les rapports de change entre les monnaies des états membres de la C.E.E. 1978

-Rapport au Conseil. Comité de Politique Économique. Bruxelles, le 13 novembre 1978b

-European Economic and Monetary Union. European Documentation 3/79, 1979

-Draft European Act (Plan Genscher-Colombo). German-Italian Initiative submitted to the European Council 26-27 November 1981. Bulletin of the European Communities, N° 11/1981, pp. 87-91

-Completing the Internal Market. White Paper from the Commission to the European Council (Milan, 28-29 June 1985) (Libro Blanco de Delors). COM(85) 310, 1985

-Efficiency, Stability and Equity. A Strategy for the Evolution of the Economic System of the European Community (Informe Padoa-Schioppa). Abril 1987

-Dossier préparatoire au mandat de Hanovre sur la construction monétaire européenne. 1988

-The Need for Constraining National Budgetary Autonomy in an Economic and Monetary Union. Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros, 1988b

-Report on Economic and Monetary Union in the European Community (Informe Delors). Oficina de Publicaciones Oficiales de la Comisión Europea, 1989

-One Market, One Money. An Evaluation of the Potential Benefits and Costs of Forming an Economic and Monetary Union. European Economy, n° 44, 1990

-An Agenda for a Growing Europe. Making the EU Economic System Deliver (Informe Sapir). Bruselas. Julio, 2003

-The Road to the Euro. One Currency for One Europe. Oficina de Publicaciones Oficiales de las Comunidades Europeas, 2006

-Report of The High-Level Group on Financial Supervision in the EU (Informe Larosière). Bruselas, 25 de febrero de 2009

-Supervisión financiera europea. Comunicado de la Comisión COM(2009) 252 final. Bruselas, 27 de mayo de 2009b

-Impact Assessment Accompanying the Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee, the European Court of Justice and the European Central Bank on an EU Framework for Cross-border Crisis Management in the Banking Sector. Comisión COM(2009) 561 final. Bruselas, 20 de octubre de 2009c

-Reforzar la coordinación de las políticas económicas. Comunicado de la Comisión COM(2010) 250 final. Bruselas, 12 de mayo de 2010

-Reforzar la coordinación de las políticas económicas para fomentar la estabilidad, el crecimiento y el empleo – Instrumentos para una mejor gobernanza económica de la UE. Comunicado de la Comisión COM(2010) 367 final. Bruselas, 30 de junio de 2010b

-Libro Verde sobre la viabilidad de introducción de bonos de estabilidad. Comunicado de la Comisión COM(2011) 818 final. Bruselas, 23 de noviembre de 2011

-Consejo Europeo: Conclusiones del Consejo Europeo de 24 y 25 de marzo de 2011 (Pacto del Euro Plus). EUCO 10/1/11. Bruselas, 20 de abril de 2011

-Coombes, D.: Politics and Bureaucracy in the European Community: A Portrait of the Commission of the E.C.C. Allen & Unwin. Londres, 1970

-Corden, W. M.: Monetary Integration. Essays in International Finance, nº 93. Princeton University. Abril, 1972

-De Bandt, O. y Mongelli, F. P.: Convergence of Fiscal Policies in the Euro Area. Banco Central Europeo, Working Paper nº 20. Mayo, 2000

-De Boldt, G. J.: Financial Structure and Monetary Transmission in Europe. A Cross-Country Study. Edward Elgar Publishing, 2000

-De Grauwe, P.: What Have we Learnt about Monetary Integration since the Maastricht Treaty? JCMS: Journal of Common Market Studies, Vol. 44, Nº 4, pp. 711–730. Noviembre, 2006

-Economics of Monetary Union. Eighth Edition. Oxford University Press. Nueva York, 2009

-The Euro at Ten: Achievements and Challenges. Empirica (2009b) Vol. 36, N° 1, pp. 5–20

-The Governance of a Fragile Eurozone. CEPS Working Document N° 346, May 2011

-Demyanyk, Y.; Ostergaard, Ch. y Sorensen, B. E.: *Risk sharing and portfolio allocation in EMU.* European Economy. Economic Papers 334. Comisión Europea, 2008

-Dinan, D.: *Europe Recast. A History of European Union.* Lynne Rienner Publishers. Hampshire, 2004

-Dixit, A. y Lambertini, L.: *Interactions of Commitment and Discretion in Monetary and Fiscal Policies.* The American Economic Review, Vol. 93, N° 5 (Dic. 2003), pp. 1522-1542

-Dornbusch, R.: *Expectations and Exchange Rate Dynamics.* Journal of Political Economy, Vol. 84, N° 6 (Dec., 1976), pp. 1161-1176

-Dyson, K. y Featherstone, K.: *The Road to Maastricht. Negotiating Economic and Monetary Union.* Oxford University Press. Nueva York, 1999

-Eichengreen, B.: *A More Perfect Union? The Logic of Economic Integration.* Essays in International Finance n° 198. Princeton University, 1996

-Does Mercosur Need a Single Currency? NBER Working Paper n° 6821, 1998

-The Breakup of the Euro Area, en Alesina, A. y Giavazzi, F. *Europe and the Euro.* National Bureau of Economic Research. The Chicago University Press. Chicago, 2010

-European Monetary Integration with Benefit of Hindsight. JCMS: Journal of Common Market Studies, Vol. 50. N° 1, Supplement, pp. 123–136. Marzo 2012

-Eichengreen, B., Wyplosz, C., Bean, C. y Gerlach, S.: *The Stability Pact: More than a Minor Nuisance?* Economic Policy, Vol. 13, N° 26 (Abril, 1998), pp. 65-113, 1998

- Eichler, S. y Hielscher, K.: *Does the ECB Act as a Lender of Last Resort During the Subprime Lending Crisis? Evidence from Monetary Policy Reaction Models*. Journal of International Money and Finance 31 (2012), pp. 552–568
- Faruquee, H.: *Key Concepts, Benefits and Risks*, en Decressin, J.; Faruquee, H. y Fonteyne, W. (editors) *Integrating Europe's Financial Markets*. Fondo Monetario Internacional. Washington, 2007
- Fatas, A., Andersen, T. M. y Martin, P.: *Does Europe Need a Fiscal Federation?* Economic Policy, Vol. 13, Nº 23 (Abril 1998), pp. 164-203
- Feldstein, M.: *The Political Economy of the European Economic and Monetary Union: Political Sources of an Economic Liability*. Journal of Economic Perspectives, Vol. 11, Nº 4 (otoño, 1997), pp. 23-42
- Fernández Navarrete, D.: *Historia de la Unión Europea. España como Estado miembro*. Delta Publicaciones. Madrid, 2010
- Fleming, J. M.: *On Exchange Rate Unification*. The Economic Journal, Vol. 81, Nº 323 (Sept. 1971), pp. 467-488
- Fonteyne, W.: *Toward a Single Financial Market*, en Decressin, J.; Faruquee, H. y Fonteyne, W. (editors) *Integrating Europe's Financial Markets*. Fondo Monetario Internacional. Washington, 2007
- Forni, M. y Reichlin, L.: *National Policies and Local Economies: Europe and the United States*. CEPR Discussion Paper nº 1632, 1997
- Furceri, D.; Guichard, S. y Rusticelli, E.: *Episodes of Large Capital Inflows, Banking and Currency Crises, and Sudden Stops*. International Finance, Vol. 15, Nº 1, 2012: pp. 1–35
- Galati, G. y Tsatsaronis, K.: *The Impact of the Euro on Europe's Financial Markets*. Banco de Pagos Internacionales, Working Papers nº 100. 2001
- Gali, J. y Monacelli, T.: *Optimal Monetary and Fiscal Policy in a Currency Union*. Journal of International Economics, Vol. 76, Nº 1 (2008), pp. 116–132

-Gaspar, V. y Mongelli, F. P.: *Monetary Unification and the Single Market*, en Tumpel-Guguerell, G. y Mooslechner, P. (editors) *Economic Convergence and Divergence in Europe. Growth and Regional Development in an Enlarged European Union*. Edward Elgar Publishing, 2003

-Gil, G.: *La crisis, el eterno retorno*. Marcial Pons. Madrid, 2011

-Giménez Montero, A.: *Federalismo fiscal. Teoría y práctica. 2ª edición*. Tirant Lo Blanch. Valencia, 2003

-Goodhart, C.: *European Monetary Integration*. European Economic Review, Vol. 40, Nº 3-5 (Abril 1996), pp. 1083-1090

-Hallerber, M.: *Fiscal Federalism in the United States and in the European Union*, en Menon, A y Schain, M. A. (editors) *Comparative Federalism. The European Union and the United States in Comparative Perspective*. Oxford University Press. Nueva York, 2006

-Ingram, J. C.: *Regional Payments Mechanisms: The Case of Puerto Rico*. University of North Carolina Press, 1962

-*Comment: The Currency Area Problem*, en R. A. Mundell y A. K. Swoboda (editors) *Monetary Problems of the International Economy*. University of Chicago Press. Chicago, 1969

-*The Case for European Monetary Integration*. Essays in International Finance nº 98, Princeton University. Abril, 1973

-Instituto Monetario Europeo: *Informe de Convergencia*. 1998

-Ishiyama, Y.: *The Theory of Optimum Currency Areas: A Survey*. Fondo Monetario Internacional. Staff Papers, Vol. 22, Nº 2 (Jul, 1975), pp. 344-383

Issing, O.: *Europe: Common Money-Political Union*. IEA. Economic Affairs, marzo 2000, pp. 33-39

-*Economic and Monetary Union in Europe: political priority versus economic integration?* Papel para la Conferencia 2001 de la European Society for the History of Economic Thought. Banco Central Europeo, 2001

-Europe's Hard Fix: the Euro Area. International Economics and Economic Policy, Vol. 3, Nº 3-4 (2007), pp. 181-196

-Johnson, H. G.: **The Problems Approach to International Monetary Reform**, en R. A. Mundell y A. K. Swoboda (editors) *Monetary Problems of the International Economy*. University of Chicago Press, 1969

-Kalemli-Ozcan, S.; Sorensen, B. E. y Yosha, O.: **Economic Integration, Industrial Specialization, and the Asymmetry of Macroeconomic Fluctuations**. Journal of International Economics, Vol. 55, Nº 1, pp. 107-137. Octubre, 2001

-Kenen, P. B.: **Toward a Supranational Monetary System**, en Pontecorvo, G. (editor) *Issues in Banking and Monetary Analysis*. Holt, Rinehart and Winston. Nueva York, 1967

-The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View, en R. A. Mundell y A. K. Swoboda (editors) *Monetary Problems of the International Economy*. University of Chicago Press, 1969

-Kenen, P. B. y Meade, E. E.: **Regional Monetary Integration**. Cambridge University Press. Cambridge (Massachusetts), 2008

-Krugman, P.: **A Model of Balance of Payment Crisis**, en *Currencies and Crisis*. The MIT Press, 1992

-Kudrna, Z.: **Cross-Border Resolution of Failed Banks in the European Union after the Crisis: Business as Usual**. JCMS: Journal of Common Market Studies, Vol. 50. Nº 2. pp. 283-299. Marzo, 2012

-Lane, P. R.: **The Real Effects of European Monetary Union**. Journal of Economic Perspectives, Vol. 20, Nº 4. Otoño, 2006, pp. 47-66

-Leonard, M.: **Network Europe. The New Case for Europe**. The Foreign Policy Centre. Londres, 1999

-Machlup, F.: **A History of Thought on Economic Integration**. Columbia University Press. Nueva York, 1977

- McNamara, K. R.: *Historicizing the Unique: Why the EMU Has No Fiscal Authority and Why it Matters*. Georgetown University. Mortara Center for International Studies. Mortara Working Paper 2011-12. September 2011
- Marinheiro, C. F.: *Output Smoothing in EMU and OECD: Can We Forego Government Contribution? A Risk Sharing Approach*. Estudos do GEMF nº2, 2003
- McKinnon, R. I.: *Optimum Currency Areas and the European Experience*. Economics of Transition, Vol. 10, Nº 2, pp. 343–364. Julio, 2002
- Mélitz, J.: *Risk-sharing and EMU*. JCMS: Journal of Common Market Studies, Vol. 42, Nº 4, pp. 815–840. Noviembre, 2004
- Ministère des Finances (Bélgica): *Un plan de solidarité monétaire européenne en trois étapes 1971-1977*. 1970
- Ministère des Finances (Luxemburgo): *L'Europe en route vers l'Union Monétaire*. 1970b
- Mintz, N. N.: *Monetary Union and Economic Integration*. The Bulletin. New York University, 1970
- Mongelli, F. P.: “New” Views on the Optimum Currency Area Theory: what is EMU telling us? Banco Central Europeo, Working Paper nº 138, 2002
- What is European Economic and Monetary Union Telling us About the Properties of Optimum Currency Areas?* JCMS: Journal of Common Market Studies, vol. 43, pp. 607–635. Septiembre 2005
- Mundell, R. A.: *A Theory of Optimum Currency Areas*. The American Economic Review, Vol. 51, Nº 4 (Sept. 1961), pp. 657-665
- Uncommon Arguments for Common Currencies*, en H. G. Johnson y A. K. Swoboda (editors) *The Economics of Common Currencies*. George Allen and Unwin Ltd. Londres, 1973
- Padoa-Schioppa, T: *Financial and Monetary Integration in Europe: 1990, 1992 and Beyond*. Group of Thirty. Occasional Papers 28, 1990

-**EMU and Banking Supervision.** International Finance Vol. 2, N°2. Julio 1999, pp. 295–308

-**The Euro and Its Central Bank: Getting United after the Union.** The MIT Press. Cambridge (Massachusetts), 2004

-Parlamento Europeo: **Rapport fait au nom de la commission économique et financière sur l'activité future de la Communauté dans le domaine de la politique monétaire et la création d'une union monétaire européenne (Informe Dichgans).** Documents de séance n° 138, 28 novembre 1966

-Peersman, G. y Smets, F.: **The Monetary Transmission Mechanism in the Euro Area: More Evidence from VAR Analysis.** Banco Central Europeo. Working Paper n° 91, 2001

-Persson, T. y Tabellini, G.: **Doubled-Edged Incentives: Institutions and Policy Coordination.** CEPR Discussion Paper n° 1141, 1995

-Prati, A. y Schinasi, G. J.: **Financial Stability in European Economic and Monetary Union.** Princeton Studies in International Finance, n° 86. Princeton University. Agosto, 1999

-Rockoff, H.: **How Long Did it Take the United States to Become an Optimal Currency Area?** NBER Historical Paper 124, 2000

-Sachs, J. y Sala i Martín, X.: **Fiscal Federalism and Optimum Currency Areas: Evidence for Europe from the United States.** NBER Working Paper n° 3855, 1991

-Sapir, A.: **Europe After the Crisis: Less or More Role for Nation States in Money and Finance?** Oxford Review of Economic Policy, Vol. 27, N° 4, 2011, pp. 608–619

-Serrano Leal, C.: **El presupuesto comunitario: problemas presentes y retos futuros.** Instituto de Estudios Europeos de la Universidad San Pablo CEU y Editorial Dykinson. Madrid, 2005

-Shah, A.: **Introduction: Principles of Fiscal Federalism,** en Shah, A. (editor) *The Practice of Fiscal Federalism: Comparative Perspectives.* McGill-Queen's University Press. Montreal, 2007

- Schmitz, B. y Von Hagen, J.: ***Current Account Imbalances and Financial Integration in the Euro Area***. Journal of International Money and Finance, Vol. 30, Nº 8, pp. 1676–1695. Diciembre, 2011
- Schwok, R.: ***Théories de l'intégration européenne***. Montchrestien. París, 2005
- Sorensen, B. E. y Yosha, O.: ***Is Risk Sharing in the United States a Regional Phenomenon?*** Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review 85, 2000, pp. 33-47
- Tavlas, G. S.: ***The 'New' Theory of Optimum Currency Areas***. The World Economy, Vol. 16, Nº 6, pp. 663-685. Noviembre, 1993
- Torreblanca, J. I.: ***Las perspectivas financieras 2007-2013 de la Unión Europea: Europa se amplía, el presupuesto se reduce***. Real Instituto Elcano, ARI Nº 154/2005
- Vanthoor, W. F. V.: ***European Monetary Union since 1848. A Political and Historical Analysis***. Edward Elgar Publishers. Cheltenham, 1996
- Verdun, A.: ***Economic and Monetary Union***. Memo prepared for the *State of the European Union* Vol. 8 meetings, Princeton University, 15-16 September 2005
- Von Hagen, J.: ***Monetary Union and Fiscal Union: A Perspective from Fiscal Federalism***, en Masson, P. R. y Taylor, M. P. (editors) *Policy Issues in the Operation of Currency Unions*. Cambridge University Press. Cambridge, 1993
- Watts, R. L.: ***Sistemas federales comparados***. Marcial Pons. Madrid, 2006
- Weingast, Barry R.: ***Second Generation Fiscal Federalism: Implications for Decentralized Democratic Governance and Economic Development***. Journal of Urban Economics, 2009, vol. 65, issue 3, pages 279-293
- Willett, T. D.; Permpoon, O. y Wihlborg, C.: ***Endogenous OCA Analysis and the Early Euro Experience***. The World Economy, Vol. 33, Nº7 (Jul. 2010), pp. 851-872
- Wyplosz, C.: ***EMU: Why and How It Might Happen***. The Journal of Economic Perspectives, Vol. 11, Nº 4 (Autumn, 1997), pp. 3-21